



L'HÉTÉROGÉNÉITÉ DU COMPORTEMENT DE CONTRÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS FRANÇAIS

NOURA BEN M'BAREK *

Partout dans le monde, on a assisté durant ces deux dernières décennies à une croissance rapide des investisseurs institutionnels¹ et une augmentation concomitante de leurs avoirs en actions des sociétés. En remplaçant progressivement les épargnants individuels², les investisseurs institutionnels sont devenus les principaux actionnaires des entreprises. Ainsi, la Banque des règlements internationaux, dans son rapport annuel de 1998³, a souligné : « *Les investisseurs institutionnels constituent une caractéristique permanente des marchés financiers et leur croissance continuera à une vitesse similaire voire peut-être plus grande qu'aujourd'hui. Les facteurs d'origine de leur développement sont loin d'être transitoires et, dans la plupart des cas, ces facteurs ont juste commencé à produire leurs effets.* » D'après l'OCDE (2005)⁴, cette tendance à la hausse de l'actionnariat des institutionnels est due d'une part à l'augmentation du total des actifs qu'ils gèrent et d'autre part à une préférence de plus en plus forte pour les titres à revenu variable : les actions. Selon l'Association française des investisseurs institutionnels, les actionnaires institutionnels détiennent 90 % de la capitalisation boursière française en 2005⁵. Ces investisseurs, bien qu'ils soient les actionnaires dominants des entreprises, ont, comme nous allons le voir dans le cadre de cet article, un comportement de contrôle assez hétérogène. Alors que certains ont un comportement financier pur dénué de toute influence sur les entreprises, d'autres

231

* Maître assistante en finance, Université de Sfax (Tunisie).



au contraire s'intéressent de près à tous les paramètres pouvant influencer sur les performances globales des entreprises, y compris le respect des pratiques de gouvernement d'entreprise et de l'éthique (Plihon et Ponsard, 2002)⁶.

Cette montée en puissance du pouvoir financier dénommée par certains auteurs le « capitalisme financier » (*fiduciary capitalism*)⁷ ou encore la « financiarisation » ou l'institutionnalisation de l'actionnariat des entreprises a suscité une littérature abondante dans le domaine de contrôle de la firme. De nombreuses études, essentiellement anglo-saxonnes, se sont intéressées à l'impact des mutations profondes qu'a connues la structure de propriété de la firme ces deux dernières décennies. Les résultats des études relatives à cette question de recherche sont, malheureusement, très mitigés. Les résultats des travaux qui ont été réalisés sur ce thème de recherche ne permettent pas de conclure pour ce qui est de l'impact de l'institutionnalisation de l'actionnariat sur le système de contrôle de la firme.

La rareté des études, en France, sur le comportement d'actionnaire des investisseurs institutionnels ainsi que l'indétermination qui ressort de la littérature anglo-saxonne sur ce sujet ont motivé notre choix de l'étude du comportement de contrôle de ces organismes pour mieux le comprendre. Cette recherche a donc pour objet de contribuer à une meilleure compréhension du comportement de contrôle des investisseurs institutionnels français.

LA DIVERSITÉ DES APPORTS THÉORIQUES RELATIFS AU COMPORTEMENT DE CONTRÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Les apports théoriques relatifs au comportement de contrôle des investisseurs institutionnels sont nombreux et prônent souvent pour deux thèses différentes : l'activisme et la passivité. L'activisme est une expression du mécontentement des actionnaires à l'égard des dirigeants des firmes de leurs portefeuilles. Gordon et Pound (1993) ont défini l'activisme des investisseurs institutionnels comme « l'ensemble des stratégies selon lesquelles l'investisseur prend action dans la firme cible, outre l'achat et la vente des actions, et ce en vue d'améliorer le rendement sur investissement. Ces stratégies comprennent toute action de contrôle visant l'amélioration de la valeur de la firme ». Les investisseurs institutionnels sont dits passifs lorsqu'ils n'utilisent pas le pouvoir qu'ils ont du fait de leurs détentions en capital pour exercer une influence sur le système de gouvernement et la gestion des firmes de leurs portefeuilles en vue d'améliorer la valeur de leurs investissements.



Alors que les théories de l'enfermement des institutions et de l'inter-
valle compétence - difficulté (*C - D Gap*) soutiennent la thèse de
l'activisme des investisseurs institutionnels, la théorie des institutions
myopes et la théorie de portefeuille défendent l'idée inverse. L'analyse
théorique de Hirschman (1970), soutient, quant à elle, les deux thèses
à la fois.

Parmi les théories qui ont essayé de justifier l'activisme des inves-
tisseurs institutionnels, nous trouvons : la théorie de l'enfermement
des institutions formulée, entre autres, par Aoki (1984). L'auteur
argumente qu'il est difficile pour les investisseurs institutionnels de
négocier leurs participations dans les entreprises car ils détiennent
généralement des parts substantielles de capital⁸. Selon cette théorie, les
investisseurs institutionnels seraient prisonniers de leur position étant
donné l'importance de leur participation dans le capital des firmes. Les
coûts élevés de sortie de capital les enferment dans une relation de
long terme avec la firme.

En fait, les investisseurs institutionnels détiennent des blocs de
titres et ils se trouvent obligés d'accepter un prix plus bas que
celui du marché pour pouvoir liquider leurs positions (Hirschman,
1970). Selon l'auteur, les institutionnels ont sur le marché un compor-
tement mimétique⁹. Ils ne peuvent pas de ce fait se délester des
actions d'une société sans en déprécier massivement le cours et subir
ainsi de grosses pertes en capitaux. En plus, il est difficile pour les
institutionnels, détenant des parts importantes de capital dans la
plupart des firmes de l'économie, de trouver des alternatives
appropriées pour réinvestir leurs fonds (Rock, 1991). La présence
accrue des investisseurs institutionnels sur les marchés financiers
implique que les opportunités intéressantes d'investissements sont
réduites (Taylor, 1991, p. 71. Cité par Kochhar et David, 1996). De
ce fait, la sortie de capital devient moins avantageuse que l'exercice
du contrôle.

Les investisseurs institutionnels doivent donc trouver d'autres moyens
pour être écoutés par la direction des entreprises. La solution qui
s'offre à eux est une utilisation de leur pouvoir de vote et de leur
influence. Les investisseurs institutionnels exercent leur pouvoir
d'actionnaires - directement ou par l'intermédiaire de leurs gestion-
naires - afin d'inciter les dirigeants à gérer les firmes dans leurs intérêts.
Leur influence induira une meilleure rentabilité et compétitivité de
l'entreprise et par la même occasion un accroissement de la richesse
des actionnaires.

Les économies d'échelle, résultant de l'importance des détentions
en capital des investisseurs institutionnels, les incitent à contrôler les
dirigeants et à s'impliquer dans la gestion et le gouvernement de la firme.



En cas de concentration de capital, les institutionnels bénéficient des économies d'échelle liées à leurs actions de contrôle. En effet, alors que les coûts de contrôle sont constants quel que soit le niveau de capital détenu par l'investisseur institutionnel, les gains de l'opération de contrôle croissent avec le nombre de titres détenus (Damanpour et Chaganti, 1991).

La théorie de l'intervalle compétence - difficulté (*C-D Gap*) justifie, elle aussi, la thèse de l'activisme des institutionnels et avance que, par rapport aux particuliers, les investisseurs institutionnels ont les compétences requises pour exercer le contrôle des entreprises de leurs portefeuilles. Ils sont de ce fait plus incités à intervenir dans le contrôle des dirigeants que les investisseurs individuels. D'après Heiner (1983), la capacité d'un agent économique à prendre une décision rationnelle dépend de ce qu'il appelle « *the Competence-Difficulty Gap, C-D Gap* ». Ce gap est une mesure de la distance « *spread* » entre la compétence d'un agent économique à prendre une décision rationnelle et la difficulté du problème auquel il fait face (p. 562). Plus cette distance est importante, plus les agents économiques ont recours à des critères simplistes pour prendre leurs décisions. Le gap compétence - difficulté est probablement plus important dans le cas des investisseurs particuliers que dans celui des investisseurs institutionnels ou leurs gestionnaires. Les investisseurs institutionnels ainsi que leurs gestionnaires sont tous les deux intentionnellement rationnels et ont semble-t-il des capacités de recueil et de traitement de l'information supérieures à celles des particuliers. Ils sont plus aptes à déterminer les valeurs fondamentales des entreprises (Lakonishok *et al*, 1992a). Par conséquent, ils sont plus aptes à prendre des décisions rationnelles, notamment celles relatives au contrôle des firmes de leurs portefeuilles. La théorie du gap compétence - difficulté suggère donc que les institutionnels sont des actionnaires actifs car ils sont aptes à prendre des décisions rationnelles génératrices de richesses futures.

Quant à la théorie des institutions myopes, elle offre des arguments en faveur de la thèse de la passivité des investisseurs institutionnels. Selon cette théorie, les institutionnels investissent sur un horizon court, ils n'ont pas de ce fait le temps nécessaire pour engager des actions de contrôle qui ne seront rentables qu'à long terme (Hansen et Hill, 1991). Les dirigeants des fonds institutionnels auraient de ce fait une orientation de court terme caractérisée par la poursuite d'une rentabilité de court terme. Ils prennent leurs décisions en réponse aux pressions en termes de performance et notamment en fonction de leur système de rémunération qui repose sur les résultats trimestriels ou annuels (JIN, 2005). Les décisions des investisseurs institutionnels se répercutent sur leur politique d'achat et de vente



des titres. En réponse à une baisse du cours des actions qu'ils détiennent, ils vendent leurs détentions pour racheter des titres plus attractifs. Ils suivent la règle de gestion, la *Wall Street*, et ne cherchent pas à s'impliquer dans la gestion des firmes de leurs portefeuilles. À cet égard, la Banque des règlements internationaux dans son rapport annuel (2003)¹⁰ a souligné cette tendance court termiste des marchés financiers.

La théorie de portefeuille considère, quant à elle, que les institutionnels doivent diversifier leurs portefeuilles au maximum pour en réduire le risque, ce qui mitige leur pouvoir et leur influence dans les entreprises de leurs portefeuilles. Ils se contentent donc de la vente de leurs détentions lorsqu'ils sont insatisfaits de la gestion des firmes dont ils sont actionnaires. La théorie du portefeuille offre aux investisseurs des arguments pour diversifier au maximum (Markowitz, 1952 ; Sharpe, 1963). La diversification est un moyen efficace pour réduire le risque des portefeuilles des institutionnels qui par leur nature et leur statut ont une aversion au risque. Cependant, une importante diversification risque non seulement l'atténuation du pouvoir et de l'influence des institutionnels dans chaque firme mais elle accentue aussi la difficulté d'analyser convenablement tous les titres du portefeuille. Un gestionnaire de fonds n'a ni le temps, ni la compétence, ni les ressources nécessaires pour étudier la marche des affaires de toutes les entreprises dans lesquelles il investit (Monks et Minow, 1991 ; Porter, 1992a ; Blair, 1995).

Hirschman (1970) argumente que les thèses de l'activisme et de la passivité sont deux forces qui peuvent coexister. L'idée principale autour de laquelle s'articule cette théorie est la suivante : « *Face au déclin d'une entreprise ou d'une organisation, ses parties prenantes peuvent soit rompre la relation qu'elles ont avec l'organisation en question : c'est la voie de la défection, soit exercer une influence sur elle en vue de la redresser : c'est la voie de la prise de parole.* » La théorie de Hirschman¹¹ est très utilisée pour expliquer le comportement des actionnaires, notamment les actionnaires institutionnels dans le contrôle des entreprises de leurs portefeuilles.

Le concept de la défection, ou de « l'exit », est utilisé par l'auteur pour expliquer le comportement des actionnaires qui choisissent soit d'exercer leurs droits de propriété en faveur des dirigeants en place, soit sortent du capital en vendant leurs détentions : c'est le vote avec les pieds. Ce comportement est renforcé ou favorisé par le célèbre adage de *Wall Street* : « *Si la direction d'une firme ne vous plaît pas, vendez.* » La prise de parole est quant à elle une expression active d'insatisfaction. En recourant à la prise de parole, les actionnaires cherchent à modifier l'orientation, les pratiques et le mode de



gestion de l'entreprise. La prise de parole comprend toute tentative de la part des actionnaires visant à modifier un état de fait jugé insatisfaisant que ce soit en participant activement au vote en assemblées générales, en adressant des pétitions individuelles ou collectives à la direction en place, en faisant appel à une instance supérieure ayant barre sur la direction ou en ayant recours à divers types d'actions, notamment ceux qui ont pour but de mobiliser l'opinion publique.

L'ensemble des apports théoriques que nous venons de présenter prônent deux thèses différentes pour expliquer le comportement de contrôle des investisseurs institutionnels : l'activisme et la passivité. La polarisation de débat qu'entraîne l'existence de ces deux thèses contradictoires se fait au détriment d'une approche plus précise qui permettrait de rendre compte des réalités de ce phénomène et qui montre que, outre l'activisme et la passivité, le comportement de contrôle des investisseurs institutionnels peut prendre des formes diverses. Enfin, tout en reconnaissant que les recherches qui soutiennent ces deux thèses de l'activisme et de la passivité fournissent un cadre analytique très riche, nous croyons que le comportement de contrôle des investisseurs institutionnels mérite d'être exploré davantage en faisant ressortir à juste titre un large éventail d'attitudes qui le caractérise.

236

ANALYSE EMPIRIQUE DU COMPORTEMENT DE CONTRÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS FRANÇAIS

Le but de notre étude est de dresser une typologie du comportement de contrôle des institutionnels français. Pour ce faire, nous allons tout d'abord présenter les données sur lesquelles nous allons nous baser ainsi que la méthodologie adoptée. Nous présenterons ensuite les résultats des tests statistiques effectués. Nous finirons par l'interprétation de ces résultats que nous confronterons avec les propos recueillis lors des entrevues que nous avons réalisées.

Méthodologie et données

Pour analyser le comportement de contrôle des institutionnels français, nous avons opté pour une triangulation *between method* qui consiste à combiner deux méthodologies, l'une qualitative et l'autre quantitative, pour étudier un même phénomène (voir annexe). En effet, la multiplication des sources d'évidence permet la validation du construit (Yin, 1994). De même, en s'inscrivant dans la perspective de Grawitz (1996) pour qui les méthodes qualitatives

et quantitatives se complètent et s'enrichissent mutuellement, notre démarche vise ainsi à enrichir un effort de compréhension détaillée du sujet par des analyses statistiques sur des données quantitatives. Les caractéristiques des deux études sont présentées dans le tableau 1 :

Tableau 1
Caractéristiques de l'étude qualitative et de l'étude quantitative

	Étude qualitative	Étude quantitative
Méthodes de collecte des données	Entretiens semi-directifs	Questionnaires
Période de l'étude	2001 et 2002	2002
Échantillons	17 institutions financières (6 sociétés d'assurances, 4 banques, 5 sociétés de gestion de portefeuilles et 2 organismes de placements collectifs en valeurs mobilières OPCVM)	91 institutions financières, dont : - 22 sociétés d'assurances ; - 12 banques ; - 33 sociétés de gestion de portefeuilles SGP ¹² et - 24 OPCVM (SICAV et FCP).
Méthodes d'analyse des données	Analyse qualitative des propos recueillis	- Analyse en composantes principales (ACP) - Analyse typologique complétée par une analyse de nuées dynamiques et une analyse discriminante

237

Le tableau 2 résume les différentes variables¹³ de mesure du comportement de contrôle des investisseurs institutionnels. L'ensemble de ces variables se présentent sous forme d'échelles d'attitude de Likert (1 à 5). Ainsi, le répondant doit choisir le chiffre 1 si sa réponse est jamais ; 2 pour rarement ; 3 pour parfois ; 4 pour souvent et 5 pour très souvent.

Les résultats

En vue d'appréhender le comportement de contrôle moyen de l'ensemble de l'échantillon, nous avons résumé, après nous être assurés de la cohérence interne des items de mesure¹⁴, l'ensemble de ces items dans une seule variable synthétique « SYNCOMP ». Cette variable résume le comportement de chaque institution dans une seule variable métrique prenant une valeur entre 1 et 5 (échelle de Likert). Le tableau 3 nous donne une idée sur le comportement de contrôle moyen de l'ensemble de l'échantillon :

Tableau 2
Les variables caractérisant le comportement de contrôle
des investisseurs institutionnels

Variable	Signification de la variable	Échelle d'attitude de Likert
EXIT	En cas de mécontentement, on vend la totalité ou une partie de nos détentions.	1 2 3 4 5
ASSEMBL	En cas de mécontentement, on attend l'assemblée générale pour voter contre les résolutions qui vont à l'encontre de nos attentes.	1 2 3 4 5
CONTDIR	En cas de mécontentement, on contacte les dirigeants de la firme en question, on les informe de notre mécontentement et on essaie de trouver une solution.	1 2 3 4 5
CONTIMM	En cas de mécontentement, on essaie d'introduire les changements nécessaires.	1 2 3 4 5
INITIAT	Nous avons déjà eu recours aux actions suivantes : sollicitation de procuration, poursuite judiciaire des dirigeants, audit, publication de la liste des dirigeants les moins compétents ou des entreprises les moins performantes.	1 2 3 4 5
SOUTCONT	Nous soutenons les actions de contrôle initiées par d'autres actionnaires.	1 2 3 4 5
CONTACT	Nous contactons d'autres actionnaires pour les convaincre de mener une action de contrôle.	1 2 3 4 5
VENTE	Nous vendons la totalité ou une partie de nos détentions si nous ne sommes pas satisfaits des modes de gestion de la firme.	1 2 3 4 5
VOTCONTR	Nous votons contre les résolutions qui vont à l'encontre de nos intérêts.	1 2 3 4 5
PAROLASS	Nous prenons la parole lors des assemblées générales pour manifester notre mécontentement.	1 2 3 4 5
SOUTDIRI	Nous soutenons les dirigeants en place et nous votons pour les résolutions proposées.	1 2 3 4 5
AMENDEM	Nous avons déjà effectué un amendement complémentaire ou contradictoire à une résolution proposée par le conseil.	1 2 3 4 5
QUESCONS	Nous adressons des questions écrites au conseil d'administration.	1 2 3 4 5
FREQPART	Notre fréquence de participation aux assemblées générales.	1 2 3 4 5
BLANC	Nous votons en blanc.	1 2 3 4 5
PROCURA	Nous votons par procurations aux dirigeants.	1 2 3 4 5
CORRESP	Nous votons par correspondance.	1 2 3 4 5
VOTVMÉM	Nous votons nous-mêmes nos droits.	1 2 3 4 5
ÉTUDRÉSO	Nous étudions minutieusement les résolutions de l'assemblée générale.	1 2 3 4 5

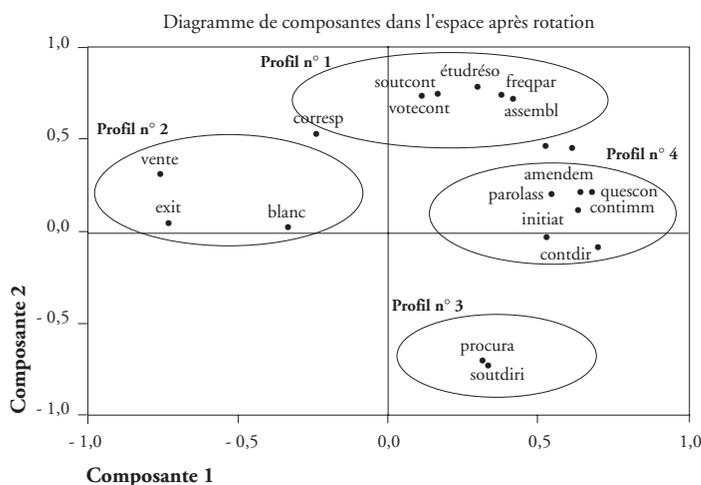
Tableau 3
Le comportement de contrôle moyen de l'ensemble de l'échantillon

N	Valide Manquante	91 0
Moyenne		1,9532
Écart-type		0,3775
Minimum		1,11
Maximum		2,84

D'après ce tableau, la moyenne générale de la variable SYNCOMP est égale à 1,9532. Ce chiffre est inférieur à 2,5 (la moyenne de l'échelle de Likert = 5/2), signifie que, dans l'ensemble, les investisseurs institutionnels français sont plutôt passifs. Toutefois, la valeur maximale de la variable SYNCOMP étant égale à 2,84, elle témoigne de l'existence de certaines institutions ayant un comportement relativement actif.

Ensuite, pour identifier les différents types de comportement, l'analyse factorielle en composantes principales (ACP) est d'un grand recours. Cette analyse permet de regrouper les variables corrélées entre elles autour d'axes principaux représentant les différents comportements de contrôle identifiés.

Schéma 1
Résultat de l'analyse en composantes principales (ACP)



Variables caractérisant le profil n° 1 : estudrésó, soutcont, votecont, freqpar, assembl.

Variables caractérisant le profil n° 2 : vente, exit, blanc.

Variables caractérisant le profil n° 3 : soutdiri, procura.

Variables caractérisant le profil n° 4 : initiat, contimm, contdir, amendem, parolass, quescon.



Le plan factoriel traduit bien un clivage entre quatre profils de comportement (profil n° 1, profil n° 2, profil n° 3 et profil n° 4). Les facteurs identifiés, qui ont une valeur propre supérieure à 1 (règle de Kaiser), sont au nombre de 4 et restituent 68,16 % de la variance totale.

Ensuite, afin de comprendre comment les investisseurs institutionnels se rapprochent les uns des autres par rapport aux variables définissant leur comportement de contrôle, nous avons utilisé la méthode de classification hiérarchique ascendante ou l'analyse typologique qui consiste à regrouper les observations de l'échantillon en fonction de leurs similitudes du point de vue des variables définissant le comportement de contrôle des institutionnels.

L'arbre hiérarchique subdivise l'échantillon en quatre groupes ayant des inerties faibles, de l'ordre de 1, 1, 1 et 2 respectivement sur une échelle de 25. Cela signifie que les groupes identifiés sont indépendants, homogènes et différents eu égard à leurs comportements de contrôle. Les résultats de l'analyse typologique renforcent de ce fait ceux donnés par l'ACP et montrent que le comportement de contrôle des investisseurs institutionnels est hétérogène.

Ensuite, l'analyse de nuées dynamiques nous permet d'avoir le nombre d'observations dans chaque groupe défini par l'analyse typologique. Les résultats obtenus montrent que le groupe 1 regroupe 34 sociétés (20 SGP et 14 OPCVM), le groupe 2 comprend 32 sociétés (4 banques, 5 sociétés d'assurances, 10 OPCVM et 13 SGP), le groupe 3 comprend 21 sociétés (7 banques et 14 sociétés d'assurances) et le groupe 4 regroupe 4 sociétés (1 banque et 3 sociétés d'assurances).

Enfin, dans le but d'identifier les profils des groupes ainsi définis, nous avons effectué une analyse discriminante. Les variables caractérisant chacun des quatre groupes sont données dans le tableau 4.

Interprétation des résultats

Les résultats des deux études, qualitative et quantitative, convergent et témoignent que, sans être totalement indifférents vis-à-vis des entreprises de leurs portefeuilles, les investisseurs institutionnels français sont loin d'être des actionnaires actifs au sens anglo-saxon du terme. En effet, dans les propos recueillis, on retrouve l'expression récurrente suivante : « *Ce n'est pas notre métier de gérer les entreprises.* » Alors que les banques et les assurances précisent que contrairement aux fonds anglo-saxons leur métier ne consiste pas à gérer des participations, les OPCVM et les SGP se considèrent avant tout comme des « gestionnaires de fonds - *money managers* ». Les résultats de l'étude



Tableau 4
Résultats de l'analyse discriminante : les profils de comportement
des quatre groupes d'investisseurs institutionnels

Groupe 1	Groupe 2	Groupe 3	Groupe 4
ASSEMBL	EXIT	CONTDIR	ASSEMBL
CONTDIR	VENTE	SOUTDIRI	CONTDIR
SOUTCONT	BLANC	PROCURA	CONTIMM
CONTACT	CORRESP		INITIAT
VENTE			SOUTCONT
VOTCONTR			CONTACT
FREQPART			VOTCONTR
CORRESP			PAROLASS
VOTVMEM			AMENDEM
ETUDRESO			QUESCONS
		FREQPART	
		VOTVMEM	
		ETUDRESO	

quantitative étayent ceux de l'étude qualitative. Avec une moyenne générale de la variable caractérisant le comportement de contrôle des institutionnels de 1,95 sur 5, les investisseurs institutionnels français sont globalement des actionnaires passifs.

Bien que, pris dans leur ensemble, les institutionnels français soient réticents à l'égard du contrôle des entreprises de leurs portefeuilles, ils n'affichent pas pour autant un comportement de contrôle homogène. Les investisseurs institutionnels français ne forment pas une entité homogène agissant de manière ordonnée et constante. Ils ont plutôt une attitude de contrôle hétérogène qui varie d'une institution à l'autre. Il ressort de notre étude une certaine irrégularité dans le comportement de contrôle des institutions interrogées. Elles n'exercent pas le même type de surveillance sur les entreprises dans lesquelles elles sont actionnaires directes. Elles n'ont pas, de ce fait, le même comportement de contrôle. En tout, quatre profils différents peuvent caractériser leur comportement de contrôle.

Le premier profil regroupe des institutions, essentiellement des SGP et des OPCVM, que nous pouvons qualifier d'influentes. Elles essaient d'exercer de l'influence sur les entreprises en portefeuille à travers une participation active au vote en assemblées générales, mais ne sont pas en mesure d'imposer certaines pratiques, ni d'infléchir les décisions des dirigeants. À la lumière de nos discussions avec les SGP et les OPCVM, on constate qu'il existe une préoccupation face à l'exercice des droits de



vote. Conscients que le vote fait partie de leur responsabilité d'agir au mieux des intérêts de leurs clients, nos interlocuteurs ont indiqué qu'ils exercent couramment leurs droits de vote associés aux actions qu'ils gèrent. En effet, notre interlocuteur d'une société de gestion de portefeuille affirme à cet égard : « *Les SGP ne participent jamais dans la gestion des entreprises mais participent aux assemblées générales. Elles essaient d'influencer la gestion en participant activement au vote. N'importe quelle position suffit pour qu'on participe au vote.* » Ces institutions ont un certain regard sur les entreprises mais pas un véritable rôle de contrôle. Elles n'excluent pas la sortie de capital si elles trouvent que leurs intérêts ne sont plus respectés. On peut, de ce fait, les qualifier d'influentes.

Le deuxième profil regroupe des institutions qui ont un comportement financier pur dénué de tout pouvoir d'influence sur les entreprises. Leur attitude se résume en la vente de leurs détentions en cas de mécontentement. Le groupe 2 rassemble les institutions qui votent en général en blanc ou par correspondance et qui sont désintéressées des modes de gestion de la firme. À ce propos, le responsable d'une société de gestion a affirmé : « *Ce n'est pas notre métier d'influencer la manière dont les entreprises sont gérées. Notre travail consiste à rentabiliser des portefeuilles de valeurs mobilières pour nos clients. Une société de gestion ne doit pas participer dans la gestion des entreprises car elle a un devoir de liquidité... Notre métier ne consiste pas à gérer les entreprises. Notre rôle est de maximiser la valeur des portefeuilles dont nos clients nous ont confié la gestion.* » Dans la même veine, voilà comment s'exprime le responsable des investissements en actions d'une autre société de gestion : « *Je tiens à préciser que notre métier ne consiste pas à suivre la gestion des entreprises. Ce que nous faisons, c'est la gestion d'actifs et notre but est de rentabiliser les fonds qu'on gère pour offrir une rentabilité satisfaisante à nos clients. Nous n'avons pas comme vocation la participation dans la gestion des entreprises, ça c'est le travail des compagnies financières ou des holdings de participation.* » Les institutionnels appartenant à ce groupe ne cherchent pas à influencer la façon dont les entreprises sont gérées. Ils se contentent de la vente de leurs détentions en cas de mécontentement. Ce comportement peut être qualifié de financier pur.

Le troisième profil rassemble, quant à lui, des banques et des assurances qui cherchent à travers leurs participations directes en capital l'entretien des intérêts stratégiques qu'elles ont avec les entreprises. Elles sont généralement amenées à soutenir le management en place même dans le cas de situations controversées. En effet, les institutions financières appartenant à ce profil donnent généralement procuration aux dirigeants des entreprises pour voter à leur place.



Pour elles, le contrôle n'est pas une priorité. Leur présence aux conseils d'administration sert plus à veiller sur leurs intérêts qu'à un contre-pouvoir au management. Ce profil regroupe essentiellement des banques et des assurances¹⁵.

Enfin, le quatrième profil regroupe une minorité de sociétés d'assurances et de banques (seulement 4 sociétés sur 91) qui se considèrent comme des actionnaires actifs qui suivent de très près les entreprises dont ils sont actionnaires. Toutefois, leur activisme est particulier. Il s'exerce essentiellement dans les coulisses par le moyen du dialogue. Le groupe 4 rassemble les institutions qui sont relativement les plus actives. En effet, outre une participation active aux assemblées générales, les institutions de ce groupe peuvent initier des actions de contrôle ou contacter d'autres parties pour les convaincre d'entreprendre des opérations collectives de contrôle. Elles n'hésitent pas à prendre la parole lors des assemblées générales des actionnaires, effectuer des amendements complémentaires ou contradictoires aux résolutions proposées et envoyer des questions écrites aux conseils d'administration. Ces institutions sont en mesure d'introduire des changements dans les entreprises et de s'opposer ou d'infléchir certaines décisions. Leurs modes d'actions, quoiqu'ils s'exercent dans la discrétion totale et dans un cadre de concertation et de dialogue, relèvent d'une attitude active.

L'expression « activisme actionnarial » telle qu'utilisée dans le contexte français ne comporte pas nécessairement les mêmes connotations, ou du moins ses manifestations se font plus timides par rapport au contexte anglo-américain¹⁶.

L'activisme en France n'est pas aussi courant et prononcé que dans les pays anglo-saxons. Il n'est pas aussi brutal et médiatisé non plus. Il s'agit d'un interventionnisme tranquille, *quiet activism*, et discret. Les propos du responsable d'une société d'assurances de notre échantillon décrivent bien cette particularité de l'activisme à la française : « *Nous n'avons jamais été dans une situation dans laquelle nous avons, comme certains fonds de pension, déclenché des actions musclées et médiatisées en vue de changer le management... ça, c'est quelque chose qui ne caractérise pas notre comportement d'actionnaire. Ce genre de chose, changer le management, peut arriver bien sûr. Mais ce n'est pas quelque chose de très courant.* »

Les institutionnels français ne veulent pas s'aventurer dans des interventions agressives et très conflictuelles pour des raisons liées à leur disponibilité et à leur désir de préserver de bonnes relations avec les entreprises et avec leurs dirigeants. Ils préfèrent agir de manière discrète et emploient des modes d'intervention officieux que ne peuvent percevoir les observateurs externes et les médias¹⁷.



Quoique globalement les investisseurs institutionnels français soient des actionnaires passifs, ils n'affichent pas pour autant un comportement de contrôle homogène. Par rapport aux deux thèses avancées par la littérature, notre étude permet de dresser une typologie plus fine de l'attitude de contrôle des investisseurs institutionnels en identifiant quatre profils de comportement : un comportement d'influence, un comportement financier pur, un comportement de soutien des dirigeants pour éviter des conflits d'intérêts et un comportement actif.

Il faut aussi signaler que le comportement de contrôle des investisseurs institutionnels est un phénomène complexe qui englobe une réalité aux multiples facettes. Il se manifeste par différents modes d'intervention plus ou moins visibles, allant d'un comportement financier pur dénué de toute influence sur les entreprises à un contrôle relativement élevé, dont l'objectif est d'influencer et de remettre en question le gouvernement d'entreprise. Nos résultats permettent de croire que les investisseurs institutionnels français ne manifestent pas tous la même préoccupation au sujet de contrôle des entreprises dont ils sont actionnaires et les énergies qu'ils y consacrent sont d'intensité variable. Le comportement de contrôle des investisseurs institutionnels est, de ce fait, très hétérogène et échappe à tout effort de systématisation ou de modélisation. La complexité du phénomène peut être due à la diversité des institutions en présence et à des facteurs qui interagissent pour moduler et influencer ce comportement.



ANNEXE

RAPPEL SUR LA MÉTHODE STATISTIQUE UTILISÉE

La triangulation, ou *between method*, est une méthodologie de recherche qui consiste en la combinaison de deux démarches, l'une qualitative et l'autre quantitative, pour l'étude d'un même phénomène. Selon Yin (1994), la multiplication des sources d'évidence permet la validation du construit. En effet, la complémentarité voire la redondance des informations collectées au travers du volet quantitatif et du volet qualitatif de la recherche permettent ainsi d'améliorer la fiabilité ou la cohérence interne de nos résultats.

Notre démarche qualitative consiste à interpréter les propos recueillis lors des entretiens réalisés auprès des hauts responsables de 17 institutions financières. Ensuite, pour répondre à la question : comment les institutionnels se comportent-ils dans le contrôle des firmes dont ils sont actionnaires ?, nous avons mobilisé un ensemble de méthodes statistiques. En effet, pour identifier les différents types de comportement, l'analyse factorielle en composantes principales (ACP) est d'un grand recours. Cette analyse permet de regrouper les variables corrélées entre elles autour d'axes principaux représentant les différents comportements de contrôle identifiés. Nous avons effectué ensuite une étude typologique qui consiste à regrouper les observations de l'échantillon en fonction de leurs similitudes du point de vue des variables définissant le comportement de contrôle des institutionnels. Cette étude est complétée par une analyse de nuées dynamiques permettant de déterminer le nombre d'observations dans chaque groupe. Enfin, dans le but d'identifier les profils des groupes ainsi définis, nous avons effectué une analyse discriminante. Tous les traitements statistiques ont été effectués sur le logiciel SPSS (10.0). L'ensemble des variables utilisées sont définies dans le tableau 2 du présent article.

Pour avoir une idée sur le comportement de contrôle moyen de l'ensemble de l'échantillon, nous avons résumé l'ensemble des items dans une seule variable synthétique SYNCOMP. La variable synthétique est calculée, à l'aide du logiciel SPSS, selon la formule suivante :

Variable synthétique = \sum des items retenus / nombre des items retenus.

Cette variable résume le comportement de chaque institution dans une seule variable métrique prenant une valeur entre 1 et 5 (échelle de Likert). Le tableau A1 nous donne une idée sur le comportement de contrôle moyen de l'ensemble de l'échantillon :

Tableau A1
Le comportement de contrôle moyen de l'ensemble de l'échantillon

N	Valide	91
	Manquante	0
Moyenne		1,9532
Écart-type		,3775
Minimum		1,11
Maximum		2,84

D'après ce tableau, la moyenne générale de la variable SYNCOMP est égale à 1,9532. Ce chiffre inférieur à 2,5 (la moyenne de l'échelle de Likert = 5/2), signifie que, dans l'ensemble, les investisseurs institutionnels français sont plutôt passifs. Toutefois, la valeur maximale de la variable SYNCOMP étant égale à 2,84, elle témoigne de l'existence de certaines institutions ayant un comportement relativement actif.

L'analyse factorielle en composantes principales (ACP)

Une analyse en composantes principales a été effectuée sur les variables caractérisant le comportement de contrôle des investisseurs institutionnels français. Nous cherchons à travers cette analyse à regrouper et classer ces variables dans le but d'identifier des profils de comportement.

Tableau A2
Composantes et valeurs propres associées au comportement de contrôle

Composantes	Valeurs propres	% de la variance	% cumulé
1	5,953	31,329	31,329
2	3,765	19,818	51,147
3	2,170	11,421	62,569
4	1,062	5,591	68,160

Les facteurs identifiés qui ont une valeur propre supérieure à 1 (règle de Kaiser) sont au nombre de quatre et restituent 68,160 % de la variance totale. Les corrélations entre les différentes variables et les principaux facteurs sont présentées dans le tableau A3 :

Tableau A3
Matrice des composantes après une rotation Varimax
relative au comportement de contrôle

Variables	Composantes ou facteurs			
	1	2	3	4
EXIT	-,175	-,240	,748	-,287
ASSEMBL	,716	,314	-,228	-,204
CONDIR	,292	,145	-,506	,598
CONTIMM	5,325E-02	,883	1,408E-02	5,338E-02
INITIAT	-2,054E-02	,765	,159	,217
SOUTCONT	,778	,152	,106	-,122
CONTACT	,435	,564	-,146	-9,378E-02
VENTE	1,047E-02	-,245	,680	-,525
VOTCONTR	,720	,136	,119	-,183
PAROLASS	,302	,505	-9,147E-02	,199
SOUTDIRI	-,325	-4,366E-02	-,122	,857
AMENDEM	,141	,828	-,162	-3,215E-02
QUESCONS	9,920E-02	,776	-,257	-,124
FREQPART	,845	9,338E-02	-,313	-8,510E-02
BLANC	-5,583E-02	7,573E-02	,715	2,889E-02
PROCURA	-,392	6,601E-02	-6,473E-02	,755
CORRESP	,582	-,188	,418	-2,550E-02
VOTVMÈM	,643	,337	-,274	,208
ÉTUDRÉSO	,860	6,141E-02	-,245	-,149

247

Méthode d'extraction : analyse en composantes principales. Méthode de rotation : Varimax avec normalisation de Kaiser. La rotation a convergé en sept itérations.

Les variables corrélées avec la première composante sont : ASSEMBL, SOUTCONT, FREQPART, VOTVMEM, CORRESP et ETUDRESO. La deuxième composante est caractérisée par les variables : CONTIMM, INITIAT, CONTACT, PAROLASS, AMENDEM et QUESCONS. La troisième composante regroupe les institutions qui préfèrent la vente de leurs détentions en cas de mécontentement et qui votent en général en blanc. Les variables EXIT, VENTE et BLANC sont les plus corrélées avec cette composante. Enfin, les variables corrélées avec la quatrième composante sont : CONDIR, SOUTDIRI et PROCURA.

La projection des variables dans l'espace factoriel et le plan factoriel permettent par ailleurs d'interpréter visuellement les facteurs (schéma n° 1 du présent article).



L'analyse hiérarchique

Afin de comprendre comment les investisseurs institutionnels se rapprochent les uns des autres par rapport aux variables définissant leur comportement de contrôle, nous avons adopté la méthode de classification hiérarchique ascendante qui est, en pratique, la méthode la plus utilisée. Cette méthode nous permettra de subdiviser le groupe initial de l'échantillon en sous-groupes. L'arbre hiérarchique nous permet de visualiser rapidement l'appartenance de tout individu à un groupe. Le nombre de classes à retenir dépend de la structure de l'arbre hiérarchique et de la finesse souhaitée pour la segmentation. L'arbre hiérarchique que nous avons obtenu subdivise l'échantillon en neuf groupes numérotés de 1 à 9. Le groupe n° 9 rassemble à lui seul tout l'échantillon. Le groupe n° 8 englobe 55 institutions. Nous n'allons pas retenir ces deux groupes pour les deux raisons suivantes : tout d'abord le groupe n° 8 appartient intégralement au groupe n° 9, les deux groupes ne sont pas de ce fait indépendants. Ensuite, ces deux classes ont une inertie forte (25 pour le groupe 9 et 15 pour le groupe 8), ce qui témoigne de leur forte hétérogénéité. Les classes 1, 2, 4 et 5 ont une inertie très faible (1) et sont de ce fait les plus homogènes. Pour tenir compte de l'ensemble de l'échantillon, nous retenons à la place de la classe 2 la classe 6 qui regroupe les classes 2 et 3. Nous retenons alors les classes 1, 4, 5 et 6. Ces quatre classes englobent l'ensemble de l'échantillon et sont indépendantes et homogènes. Ces quatre groupes sont différents eu égard à leurs comportements de contrôle. Là encore, l'hypothèse de l'hétérogénéité du comportement de contrôle des investisseurs institutionnels semble confirmée.

248

L'analyse de nuées dynamiques relatives aux quatre facteurs identifiés

L'analyse de nuées dynamiques nous permet de connaître le nombre d'individus par classe. Les résultats de cette analyse montrent que le groupe 1 est formé de 14 OPCVM et 20 SGP. Le groupe 2 est constitué de 4 banques, 5 assurances, 10 OPCVM et 13 SGP. Quant au groupe 3, il comprend 7 banques et 14 assurances. Enfin, le groupe 4 est composé de 3 assurances et seulement une banque.

Cette segmentation étant effectuée, il convient maintenant de mettre en évidence les profils de comportement des quatre groupes d'investisseurs institutionnels en analysant les variables qui les caractérisent.

L'analyse discriminante relative à la variable « comportement de contrôle »

Pour déterminer les profils des groupes d'investisseurs institutionnels, nous avons pratiqué une analyse discriminante prenant l'appartenance

Tableau A4
Tableau croisé : Ward Method * STATUT

	STATUT				Total
	Banques	Assurances	OPCVM	SGP	
Ward Method	1		14	20	34
	2	4	5	10	32
	3	7	14		21
	4	1	3		4
Total	12	22	24	33	91

aux groupes comme variable à expliquer et celles définissant le comportement des institutionnels comme variables explicatives. Cette analyse permet de déterminer les caractéristiques principales qui distinguent un ou plusieurs groupes d'individus. Il s'agit de préciser quelles sont les variables explicatives qui contribuent le plus à différencier les classes définies par la variable à expliquer. Les résultats de l'analyse discriminante sont présentés dans les tableaux A5 et A6.

Tableau A5
Significativité des variables caractérisant le comportement de contrôle des institutionnels

	Lambda de Wilks	F	ddl1	ddl2	Signification
EXIT	,356	52,526	3	87	,000
ASSEMBL	,326	59,890	3	87	,000
CONDIR	,457	34,526	3	87	,000
CONTIMM	,663	14,771	3	87	,000
INITIAT	,814	6,606	3	87	,000
SOUTCONT	,591	20,089	3	87	,000
CONTACT	,738	10,277	3	87	,000
VENTE	,176	135,966	3	87	,000
VOTCONTR	,657	15,170	3	87	,000
PAROLASS	,747	9,804	3	87	,000
SOUTDIRI	,375	48,312	3	87	,000
AMENDEM	,354	53,000	3	87	,000
QUESCONS	,761	9,114	3	87	,000
FREQPART	,199	116,428	3	87	,000
BLANC	,825	6,168	3	87	,001
PROCURA	,450	35,461	3	87	,000
CORRESP	,710	11,832	3	87	,000
VOTVMÉM	,521	26,712	3	87	,000
ÉTUDRÉSO	,225	100,137	3	87	,000

Seules les variables significatives sont aptes à discriminer entre les différents groupes. La règle d'interprétation consiste à comparer pour chaque groupe la moyenne de chacune des variables significatives par rapport à la moyenne générale de l'échantillon. Chaque variable caractérise le groupe où elle a une moyenne qui dépasse sa moyenne générale dans l'échantillon. Comme le montre le tableau A6, toutes les variables caractérisant le comportement de contrôle des institutionnels sont significatives. Cela signifie que l'ensemble de ces variables permettent de distinguer entre les quatre groupes identifiés par l'analyse typologique.

La moyenne et l'écart-type de chacune des variables, relatifs à chaque groupe ainsi qu'à l'ensemble de l'échantillon, sont présentés dans le tableau A6 :

Tableau A6
Moyennes et écarts-types des variables caractérisant
le comportement de contrôle des institutionnels

Variables	Groupe 1. N=34		Groupe 2. N=32		Groupe 3. N=21		Groupe 4. N=4		Échantillon. N=91	
	Moyenne	Écart type	Moyenne	Écart type	Moyenne	Écart type	Moyenne	Écart type	Moyenne	Écart type
EXIT	2,6471	0,6458	4,5625	0,5040	2,1905	1,4007	1,0000	0,000	3,1429	1,3790
ASSEMBL	2,8235	0,8694	1,4688	0,5070	1,0476	0,3842	4,5000	0,5774	2,0110	1,1205
CONTDIR	2,6765	0,9445	1,2188	0,4200	3,2381	1,1792	4,2500	0,5000	2,3626	1,2429
CONTIMM	1,0294	0,1715	1,0313	0,1768	1,1905	0,7496	2,5000	1,0000	1,1319	0,5209
INITIAT	1,0000	0,0000	1,0625	0,2459	1,1905	0,6016	1,7500	0,5000	1,0989	0,3668
SOUTCONT	2,5882	1,0479	1,5000	0,5680	1,0000	0,5477	2,7500	1,5000	1,8462	1,0533
CONTACT	1,8529	0,8921	1,3125	0,5351	1,2857	0,7838	3,2500	0,9574	1,5934	0,8689
VENTE	2,9412	0,6001	4,4375	0,5644	1,3333	0,5774	1,2500	0,5000	3,0220	1,3579
VOTCONTR	2,0588	0,6937	1,4063	0,5599	1,0000	0,4472	2,0000	0,8165	1,5824	0,7313
PAROLASS	1,2647	0,5110	1,0313	0,1768	1,2381	0,4364	2,2500	0,9574	1,2198	0,4899
SOUTDIRI	1,0294	0,1715	1,2500	0,4399	3,3810	1,3220	1,7500	1,5000	1,6813	1,2007
AMENDEM	1,1176	0,3270	1,0000	0,0000	1,0952	0,5390	3,2500	0,5000	1,1648	0,5630
QUESCONS	1,4118	0,5569	1,0625	0,2459	1,3810	0,9735	2,7500	0,9574	1,3407	0,7027
FREQPART	4,4412	0,6602	1,5938	0,5599	1,7619	0,937	4,5000	0,5774	2,8242	1,5463
BLANC	1,0294	0,1715	1,5313	0,9153	0,9524	0,2182	1,0000	0,0000	1,1868	0,6130
PROCURA	1,1765	0,5758	1,6875	0,7803	3,2857	0,9562	1,5000	0,5774	1,8571	1,1012
CORRESP	3,5588	0,8941	3,0000	1,0776	1,7619	1,3002	2,5000	1,7321	2,9011	1,2828
VOTVMÉM	2,8235	0,5205	1,4063	0,5599	2,0952	0,8891	3,2500	1,5000	2,1758	0,9380
ÉTUDRÉSO	4,7353	0,4478	1,8125	0,7803	1,7619	0,9437	3,5000	1,7321	2,9670	1,6087

100 % des observations originales classées correctement.

La règle d'interprétation consiste à comparer pour chaque groupe la moyenne de chacune des variables significatives par rapport à la moyenne générale de l'échantillon. Chaque variable caractérise le groupe où elle a une moyenne qui dépasse sa moyenne générale dans l'échantillon.



NOTES

1. Les investisseurs institutionnels sont des organismes qui collectent et gèrent, en professionnels, l'épargne collective aux fins de valorisation de cette dernière. Ils regroupent les sociétés d'assurances, les fonds de pension, les organismes de placements collectifs en valeurs mobilières, les sociétés de gestion de portefeuilles, les fondations... Cf. Manin F. (1996), *Les Investisseurs institutionnels*, thèse de doctorat, Université de Paris I Panthéon-Sorbonne. Voir aussi Ben M'Barek N. (2003), *Le Comportement des investisseurs institutionnels dans le contrôle des entreprises de leurs portefeuilles : une contribution à l'étude des facteurs d'influence*, thèse de doctorat, Université de Nice Sophia-Antipolis.
2. Voir Downes G.R., Houminer E. et Hubbard R.G. (1999), *Institutional investors and corporate behavior*, the American Enterprise Institute, Washington, D.C. p. 1. Voir aussi Allen F. et Santomero A. (2001) qui montrent l'érosion de l'actionnariat individuel au profit de la détention des actions par les investisseurs institutionnels.
3. Banque des règlements internationaux, (1998), Rapport annuel, p. 95.
4. OCDE, (2005), *Annuaire statistique des investisseurs institutionnels*.
5. 2^{ème} rencontre annuelle : investisseurs institutionnels et gestion institutionnelle. « Exercice des droits de vote. Rôle, pratiques et responsabilités des investisseurs institutionnels », Paris, mai 2006.
6. Voir Plihon D. et Ponssard J.P. (2002), « Les fonds éthiques dans la montée en puissance des fonds d'investissement, quels enjeux pour les entreprises ? », sous la dir. de Plihon D. et Ponssard J.P. Les études de la documentation française, p. 43-51. Exemple de l'intérêt porté par certains institutionnels aux valeurs sociales : lors du naufrage de l'Exxon Valdez en Alaska en 1989, TIAA CREF a exigé que soit nommé sous 24 heures un directeur de l'environnement au conseil d'administration. Exxon a exécuté immédiatement cette décision. Aussi, CalPers a contesté la vague de licenciements massifs opérée par AT&T et IBM en soulignant que, sur le long terme, la politique de réduction d'actifs (*down sizing*) allait nuire à l'économie nationale.
7. Hawley J.P. et Williams A.T. (1997), « The emergence of fiduciary capitalism », *Scholarly Research and Theory Papers on Corporate Governance*, vol. 5, n° 4, pp. 206-213. Conard A.F. (1988), « Beyond managerialism: investor capitalism? », *Journal of Law Reform*, vol. 22, n° 1, pp. 117-177.
8. D'après Aoki (1984), une part substantielle pourrait être de l'ordre de 1 % de capital.
9. Selon l'auteur, les petits fonds d'investissement ont tendance à imiter les actions prises par les fonds les plus importants. Par exemple, si le fonds *Fidelity* (le plus grand fonds d'investissement américain) vend ses détentions dans l'entreprise X, les dirigeants des autres fonds pensent qu'il y a nécessairement une raison qui a poussé *Fidelity* à vendre ses détentions et tendent ainsi à l'imiter et à se délester eux aussi de leurs détentions.
10. Banque des règlements internationaux, (2003), Rapport annuel.
11. La théorie de Hirschman est générale et non pas spécifique à une catégorie particulière d'acteurs. Selon l'auteur « cette analyse ne se limite pas aux agents économiques mais s'applique également à tout un ensemble de situations et d'organismes étrangers à l'économie ». Dans son ouvrage *Face au déclin des entreprises et des institutions*, Hirschman a surtout étudié le comportement des consommateurs ou clients face à la détérioration de la qualité du produit offert par une entreprise. Ces derniers peuvent soit renoncer à l'achat du produit et s'adresser à la concurrence, soit continuer à acheter le produit et essayer d'exercer des pressions sur l'entreprise pour que celle-ci agisse et améliore la qualité de son produit. Mais la théorie de Hirschman était aussi utilisée pour expliquer d'autres situations telles que le comportement des actionnaires lorsqu'ils s'aperçoivent que leurs firmes sont mal gérées.
12. D'après les entretiens que nous avons réalisés auprès de responsables de SGP, une partie des fonds gérés par ces institutions sont investis directement dans les entreprises. En effet, outre la gestion d'OPCVM, les SGP gèrent elles-mêmes des participations importantes de leurs promoteurs ou de certains clients importants. De même, en ce qui concerne le vote en assemblées générales, dans certains cas, les SGP votent elles-mêmes à la place de leurs gérants d'OPCVM les propositions considérées comme importantes. Les gérants des OPCVM ne s'occupent que des propositions dites de routine. Les SGP ont donc un rôle à jouer dans le contrôle des firmes. De ce fait, et eu égard de notre problématique de contrôle, il nous semble nécessaire d'inclure aussi bien les OPCVM que les SGP dans l'échantillon de notre étude.



13. Nous avons utilisé des variables qui ont la même signification, comme EXIT et VENTE, ASSEMBL et VOTCONT ou encore CONDIR et CONTIMM. En d'autres termes, nous avons posé différentes questions pour mesurer chaque type de comportement de contrôle des institutionnels. Ce choix est délibéré. En effet, cette technique qui consiste à poser la même question sous des formes différentes permet de vérifier ce que dit la personne interrogée et d'appréhender sa sensibilité à l'information (voir Évard Y. *et al* (1993), *Market : études et recherches en marketing : fondements et méthodes*, 2^{ème} édition, Nathan, p. 255).

14. Afin de s'assurer de la consistance ou de la cohérence interne des éléments caractérisant le comportement de contrôle des institutionnels, nous avons effectué un test de fiabilité. Pour ce faire, nous avons calculé l'alpha de Cronbach. L'alpha de Cronbach permet de savoir si les variables ou les items utilisés, censés être équivalents, sont cohérents entre eux (Évard, Pras et Roux ; 1997, p. 292). Or les variables définissant le comportement de contrôle des institutionnels, quoiqu'elles fassent référence au même phénomène, n'expriment pas le même aspect de celui-ci. En effet, alors que les variables : EXIT, VENTE, SOUTDIRI, BLANC et PROCURA caractérisent un comportement passif, les autres variables font référence, au contraire, à un comportement actif. Pour remédier à ce problème, il va falloir calculer l'inverse des variables EXIT, VENTE, SOUTDIRI, BLANC et PROCURA avant de calculer l'alpha de Cronbach. À titre d'exemple, l'inverse de la variable EXIT = EXITINV = 5 - EXIT + 1 (5 : la valeur maximale de l'échelle de Likert utilisée). Ensuite, nous avons calculé l'alpha de Cronbach de l'ensemble des variables caractérisant le comportement de contrôle des institutionnels en remplaçant les variables EXIT, VENTE, SOUTDIRI, BLANC et PROCURA par les variables inverses : EXITINV, VENTEINV, SOUTDIRINV, BLANCINV et PROCURINV. Le résultat de ce test de fiabilité donne un alpha égal à 0,8418. Cela signifie que la cohérence interne de l'échelle de mesure est respectée. L'ensemble des traitements statistiques sont effectués à l'aide du logiciel SPSS(10.0).

15. Cette attitude passive et de complaisance de certaines banques et compagnies d'assurances est confirmée par certaines études réalisées sur le contexte américain. Pound (1988) a montré que lors des batailles de procuration, les banques et les assurances accordent des procurations aux dirigeants et non pas aux *raiders*. De même, Brickley, Lease et Smith (1988) ont montré qu'à l'inverse des fonds de pension, les banques et les assurances votent toujours en faveur des dirigeants en place.

16. Les démarches entreprises par les investisseurs institutionnels français ne correspondent pas toujours à l'approche vigoureuse ou militante que recouvre l'expression « activisme ». Une telle approche ne caractérise, selon nos interlocuteurs, que les styles d'intervention employés par les investisseurs anglo-saxons. En raison de la connotation qui sous-tend cette expression, on peut comprendre pourquoi certains observateurs ont préféré utiliser une terminologie plus neutre, parlant d'un rôle de « supervision », de « surveillance » ou de « discipline » pour désigner les différents moyens mis en œuvre par les investisseurs institutionnels en vue d'évaluer et d'influencer le comportement des entreprises.

17. Parmi les institutions financières que nous avons interrogées figure une société d'assurances qui compte parmi les investisseurs les plus actifs en France. Toutefois, ses modes d'intervention sont discrets et non médiatisés. À titre d'exemple, selon le Nouvel Observateur, cette société d'assurances a joué un rôle important dans le départ de Jean-Marie Messier de la présidence de Vivendi Universal en avril 2002. Cette société a effectué un audit des comptes de l'entreprise sur la base duquel elle a exercé des pressions sur le conseil d'administration pour qu'il pousse Jean-Marie Messier à démissionner. La société d'assurances a également participé, selon le Nouvel Observateur, dans le choix de son successeur, Jean-Marie Fourtou. Voir le Nouvel Observateur, « Bébéar, roi de la jungle », n° 1985, 21 - 27 novembre, 2002, p. 74. De même, ce même assureur s'est opposé activement, en tant qu'investisseur institutionnel, au quasi-doublement de la rémunération demandée par le patron de GlaxoSmithKline (GSK). Voir Le Monde, « les patrons des sociétés du CAC 40 ont gagné, en moyenne, 7,5 millions d'euros en 2001, soit 554 Smic », étude réalisée par Proxinvest et Hewitt, 28 novembre 2002.

BIBLIOGRAPHIE

- ALLEN, F. et SANTOMERO A. (2001), « What do Financial Intermediaries do? », *Journal of banking and finance*, vol. 25, pp. 271-294.
- AOKI M. (1984), *The Co-operative Game Theory of the Firm*, Oxford University Press.
- BEN M'BAREK N. (2003), *Le comportement des investisseurs institutionnels dans le contrôle des entreprises de leurs portefeuilles : une contribution à l'étude des facteurs d'influence*, thèse de doctorat, Université de Nice Sophia-Antipolis.
- BLAIR M.M. (1995), *Ownership and Control, Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century*, Washington, Brookings Institutions.
- BONAMA T. (1985), « Case Research in Marketing: Opportunities, Problems and Process », *Journal of Marketing Research*, vol. XXII, May, pp. 199-208.
- BRICKLEY J.A., LEASE R.C. et SMITH C.W. (1988), « Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments », *Journal of Financial Economics*, n° 20, pp. 267-291.
- CHAGANTI R. et DAMANPOUR F. (1991), « Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance », *Strategic Management Journal*, vol. IX, pp. 479-491.
- DENZIN N.K. (1978), *The Research Act*, New York, McGraw Hill.
- DOWNES G.R., HOUMINER E. et HUBBARD R.G. (1999), *Institutional Investors and Corporate Behavior, the American Enterprise Institute*, Washington, D.C. p. 1.
- EVRRARD Y. et al. (1993), *Market : études et recherches en marketing : fondements et méthodes*, Nathan.
- GORDON L.A. et POUND J. (1993) « Information, Ownership Structure and Shareholder Voting : Evidence from Shareholder-Sponsored Corporate Governance Proposals », *The Journal of Finance*, vol. XLVIII, n° 2, June, pp. 697-718.
- GRAWITZ M. (1996), *Méthodes des sciences sociales*, Dalloz, 10^e éd.
- HANSEN G.S. et HILL E.W. (1991), « Are Institutional Investors Myopic? A Time Series Study of Four-technology-driven Industries », *Strategic Management Journal*, vol. 12, pp. 1-16.
- HAWLEY J.P. et WILLIAMS A.T. (1997), « The Emergence of Fiduciary Capitalism », *Scholarly Research and Theory Papers on Corporate Governance*, vol. 5, n° 4, pp. 206-213.
- CONARD A.F. (1988), « Beyond Managerialism: Investor Capitalism? », *Journal of Law Reform*, vol. 22, n° 1, pp. 117-177.
- HEINER R.A. (1983), « The Origin of Predictable Behavior », *American Economic Review*, vol. 73, pp. 560-594.
- HIRSCHMAN A.O. (1970), *Exit, Voice and Loyalty*, Harvard University Press, traduction française, *Face au déclin des entreprises et des institutions*, Les Éditions ouvrières, 1972.
- JICK T.D. (1997), « Mixing Qualitative and Quantitative Methods : Triangulation in Action », *Administrative Science Quarterly*, vol. 12, n° 4, December, pp. 602-611.
- JIN L. (2005), « How does Investor Short Termism Affect Mutual Fund Manager Short Termism », Harvard Business School, working paper.
- KOCHHAR R. et David P. (1996), « Institutional Investors and Firm Innovation : a Test of Competing Hypothesis », *Strategic Management Journal*, vol. 17, pp. 73-83.
- LAKONISHOK J. et CHAN K.C. (1995), « The Behavior of Stock Prices around Institutional Trades », *Journal of Finance*, vol. L, n° 4, pp. 1147-1173.
- MANIN F. (1996), *Les investisseurs institutionnels*, thèse de doctorat, Université de Paris I Panthéon-Sorbonne.
- MARKOWITZ H.M. (1952), « Portfolio Selection », *Journal of Finance*, 7, mars, pp. 77-91.
- MONKS R.A.G. et MINOW N. (1991), *Power and accountability*, New York, Harper Business.
- OCDE (2005), *Annuaire statistique des investisseurs institutionnels*.
- PARAT F. (1999), *Le gouvernement d'entreprise : ce qui a déjà changé, ce qui va encore évoluer*, MAXIMA.



PORTER M.E. (1992a), « Capital Disadvantage : America's Failing Capital Investment System », *Harvard Business Review*, n° 76, pp. 65-82.

POUND J. (1988), « Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight », *Journal of Financial Economics*, n° 20, pp. 237-265.

REYNAUD E. (1998), *Les déterminants du comportement de protection de l'environnement des entreprises*, thèse de doctorat en sciences de gestion, Université d'Aix-Marseille.

ROCK E.B. (1991), « The Logic and Uncertain Significance of Institutional Shareholder Activism », *Georgetown Law Journal*, vol. 79, no 445, pp. 476-478.

SHARPE W.P. (1963), « A Simplified Model of Portfolio Analysis », *Management Science* 9 (1), janvier, pp. 277-293.

YIN R. (1994), *Case study research - design and methods*, Sage Publication.