

**Influence des actionnaires institutionnels et dominants sur le comportement des dirigeants
en matière de choix d'investissement :**

Une étude dans le contexte français de 1994 à 1998

Dr Bernard Olivero

Professeur à l'Université de Nice

IAE-CRIFP, Avenue Emile Henriot
F06050 Nice Cedex – France
Tèl +33 0492157373 Fax +33 0493448360
olivero@unice.fr

Dr Anis Jarboui

Assistant à l'Université de Sfax

ISAAS, Route de l'aéroport km4-
B.P n° 1013-3018-Sfax-Tunisie.
Tél. : +216 98 373 318-Fax : +216 74 680 450
anisjarboui@yahoo.fr

Résumé :

Cet article examine l'hypothèse selon laquelle la présence d'actionnaires dominants ou d'investisseurs institutionnels dans le capital ou le conseil d'administration influence le comportement des dirigeants en matière d'horizon temporel et de risque des investissements (DRHTI). Les indicateurs retenus pour le DRHTI sont la volatilité de la rentabilité, le $\beta_{\text{systematique}}$, le ratio R&D/Actif et le ratio Placement LT/CT. L'étude empirique se base sur des données françaises dans la période 1994-1998. Les résultats de l'étude empirique sont plutôt ambigus mais confirmeraient la thèse de la myopie des institutionnels et le rôle des actionnaires dominants dans l'orientation en long terme des choix des dirigeants. Ces résultats sont beaucoup plus nets lorsque l'échantillon est segmenté en fonction du caractère technologique de l'activité de la firme. Dans l'ensemble, les résultats obtenus vont dans le même sens que les travaux anglo-saxons sur ce même thème.

Mots-clés : Gouvernement de l'entreprise, actionnaires institutionnels, administrateurs institutionnels, actionnaires dominants, risque des investissements, horizon temporel des investissements

Abstract :

This paper investigates the hypothesis that the contribution of dominant shareholders or institutional investors to capital or to board of directors has an influence on managers behaviour regarding maturity and investment risks (DRHTI). Indicators selected to measure DRHTI are volatility of profitability, $\beta_{\text{systematic}}$, R&D/asset ratio and LT/ST investment ration.

This empirical study is based on French data from 1994 to 1998. The results are quite ambiguous but could confirm the short-sightedness of institutional investors and the role played by dominant shareholders in the long term orientation of managers decision-making. Results are clearer when the sample is divided into segments according to technological aspects of firms activity. In general, these results go in the stream of Anglo-Saxon papers in this scope.

Key words: Corporate governance, institutional shareholders, institutional administrators, dominant shareholders, investment risks, maturity of investments...

Influence des actionnaires institutionnels et dominants sur le comportement des dirigeants en matière de choix d'investissement : Une étude dans le contexte français de 1994 à 1998

1 INTRODUCTION

Le pourcentage des actions américaines détenues par les investisseurs institutionnels a plus que doublé entre 1980 et 1995, et représentait, en 1996, plus de la moitié des actions inscrites en Bourse (Gompers et Metrick, 1998). Aujourd'hui la situation française va dans le même sens. Une littérature abondante, essentiellement anglo-saxonne, s'est ainsi intéressée aux effets de la détention institutionnelle massive sur le degré d'aversion au risque et la myopie dans la décision d'investissements. Les apports théoriques relatifs à cette question de recherche sont malheureusement contrastés.

La théorie de l'activisme montre que les institutionnels sont orientés à long terme et par conséquent ils tentent d'inciter les dirigeants à investir dans des projets risqués et à long terme (Baysinger, Kosnit et Turk, 1991). Quant à la théorie du « *court termisme* », elle supporte l'idée selon laquelle les institutionnels pousseraient les entreprises à privilégier la rentabilité financière à court terme au détriment de la croissance et de l'emploi. Jacobs (1991) et Porter (1992) ont postulé que les investisseurs institutionnels (fonds de pensions notamment) ont un souci de diversifier et de garantir un caractère liquide à leur portefeuille d'activité, suite à l'asymétrie d'information à laquelle ils sont soumis. Ces conditions entraîneraient ces investisseurs à exiger des performances plus lisibles à court terme et à faible risque. Un troisième courant théorique, appelée la théorie de l'efficience, postule que les actionnaires institutionnels cherchent seulement la profitabilité en adoptant une stratégie de portefeuille active (Jarrell et Lehn, 1985 et Jensen, 1988). D'où la neutralité des actionnaires institutionnels vis-à-vis des décisions managériales et du Degré de Risque et Horizon Temporel des Investissements (DRHTI¹).

Sur le plan empirique, les résultats des principales études anglo-saxonnes concernant l'impact de l'institutionnalisation de l'actionnariat sur les pratiques managériales et le choix des investissements ne sont pas déterminants. Par exemple, Hansen et Hill (1991) ont montré que les investisseurs institutionnels ont un impact positif sur les investissements à long terme. A l'inverse, Agrawal et Mandelker (1992) ont trouvé le contraire.

¹ DRHTI – Degré de Risque et Horizon Temporel des Investissements – Cet acronyme sera désormais utilisé dans le texte pour en faciliter la lisibilité

L'ambiguïté qui ressort des études anglo-saxonnes sur ce sujet et la rareté des études en France sur le comportement des institutionnels et leurs influences sur les pratiques managériales en matière de choix des investissements ont motivé le choix de cette recherche. L'originalité de l'étude réside principalement dans le fait qu'elle s'intéresse au marché français, afin de comparer les résultats à obtenir avec les études américaines à la même époque. En effet, la fin de la décennie 1990, en France¹, comme aux États-Unis, se caractérise par une rupture. A partir de 1996, (Baudru et Kéchidi, 1998) la structure de détention du capital des firmes françaises se caractérisera par la présence accrue des investisseurs institutionnels. Selon Jeffers et Plihon (2001), cette présence atteint 36,9 % de la capitalisation boursière de la bourse de Paris en 1999 et 50% pour l'ensemble des entreprises du CAC40. En France, si le poids des études statistiques qui traitent du lien entre l'actionnariat des institutionnels et la performance est assez important tels que [Demargny (1994) ; Djelassi (1996) ; Mtanios et Paquerot (1999)], les travaux qui relient la structure d'actionnariat avec le DRHTI le sont beaucoup moins.

L'essence de la question de la myopie et de l'aversion au risque dans la décision d'investissement relève de problèmes d'agence qui creusent le fossé entre les intérêts des actionnaires et des dirigeants. Les intérêts conflictuels en termes d'horizon temporel et de risque entre ces deux partenaires ont déjà été largement abordés par la littérature financière². Selon Narayanan (1985) et (1996), les dirigeants sont incités à investir à court terme afin de révéler rapidement la performance de leurs investissements. Les investissements en R&D, dans la perspective de l'horizon temporel, ont fait l'objet de nombreuses études. Comme ces investissements engagent la firme à long terme, les dirigeants peuvent avoir la tendance à les réduire considérablement, ce qui se fait au détriment des actionnaires de la firme [Sangster (1993), Laverty (1996)]. Face au risque, les dirigeants et les actionnaires ont également des attitudes différentes. Les dirigeants ont une partie majeure de leur patrimoine et de leur capital humain investi dans la firme. Par conséquent, ils sont considérablement plus impliqués dans la fluctuation des résultats que les actionnaires qui peuvent plus facilement diversifier leurs portefeuilles (Amihud et Lev, 1981). Selon Amit et Wernfelt (1990), cette situation peut même amener les dirigeants à entreprendre des actions visant à réduire le risque total au détriment des

¹ En France, la première place revient aux OPCVM (les organismes de placement collectif en valeurs mobilières regroupent deux catégories d'institutions : les sociétés d'investissement à capital variable (Sicav) et les fonds communs de placement (FCP)).

² Voir sur ce thème l'article de Jensen M.C et Smith.E (1985), « Stockholder, manager and creditor interests : applications of agency theory », in Altman E.I et Subrahmanaym M.G, recent advances incorporate finance, Irwin series in finance

actionnaires¹. Ces conflits en termes d'horizon temporel et risque peuvent s'amplifier ou se résoudre avec la présence d'actionnaires dominants dans le capital. En effet, parmi les pays de G7, la France était le pays où la concentration de la propriété est la plus élevée (OCDE, 1997). La concentration de la propriété va de pair avec un système de contrôle plus strict dans lequel les actionnaires dominants exercent une présence plus active auprès des dirigeants (Macey et Miller, 1997). Dans le contexte français, selon Mtanios et Paquerot (1999), un actionnaire possédant une part significative du capital de l'entreprise est fortement incité à investir dans le contrôle de la gestion de la firme. De ce fait, l'incitation d'un tel actionnaire dominant peut constituer une meilleure garantie de réduction des conflits d'intérêts en matière d'horizon temporel et risque.

A partir de ces raisons d'ordres théoriques et empiriques, deux questions fondamentales se posent :

- *Comment le degré d'implication des institutionnels dans le système de contrôle des firmes peut-il orienter le DRHTI²?*
- *Dans quelle mesure le contrôle par des actionnaires dominants peut-il faire le contre poids à l'équipe dirigeante en matière DRHTI?*

Ces interrogations s'inscrivent dans un débat théorique sur le gouvernement des entreprises toujours d'actualité. Les résultats attendus de l'étude peuvent, entre autres, expliquer les causes d'une baisse ou d'une augmentation du DRHTI de certaines entreprises française dans la fin des années 90 en période d'euphorie boursière.

L'objectif de cette recherche est, donc, triple. Le premier consiste à synthétiser les théories existantes sur les hypothèses explicatives du DRHTI. Le deuxième est une validation empirique, dans le contexte français, de ces hypothèses. Le troisième est la comparaison des comportements des actionnaires américains et français. Ces objectifs déterminent la structure de l'article. La première partie sera consacrée à une synthèse des positions théoriques sur le sujet. La seconde présentera la méthodologie de la validation empirique. La troisième partie sera une discussion sur les résultats obtenus avec et sans la prise en compte du niveau d'intensité technologique du secteur auquel appartient l'entreprise. La conclusion permettra de contribuer au vaste débat sur la prudence dans l'adoption de conclusions issues des études américaines dans le contexte français.

¹ A l'inverse des actionnaires, qui peuvent obtenir une réduction quasi totale du risque spécifique de la firme par une diversification de leur portefeuille, les dirigeants pourraient avoir la quasi-totalité de leur richesse attachée à leur entreprise. En cas de difficulté de la firme, ils vont subir les conséquences allant jusqu'à la perte de leur emploi et sécurité. Un des moyens de réduction de risque spécifique à la firme, entre les mains des dirigeants, réside dans la poursuite de croissance externe et dans la diversification Amihud et Lev (1981).

2 UN CONTEXTE THÉORIQUE NON STABILISE

Malgré la généralisation de la participation des institutionnels sur le marché des capitaux et dans les firmes, il existe beaucoup de controverse sur leurs contributions dans le choix des activités. La revue de littérature présentée porte essentiellement sur des études anglo-saxonnes et quelques rares études françaises. Dans la littérature, on peut distinguer trois thèses différentes concernant, le comportement, le rôle et la motivation des institutionnels.

2.1 LA THESE DU COMPORTEMENT MYOPIQUE DES INSTITUTIONNELS

Cette thèse est avancée par [Drucker (1986), Graves (1988), Hoskisson et Hill (1988) Kochhar et David (1996)]. Ces derniers postulent que les institutionnels ont seulement une vision à court terme. Ils ont une influence sur les décisions managériales.

Lorsque les dirigeants prennent des décisions, ils agissent sous la pression organisationnelle et la pression des propriétaires, ce qui engendre une aversion au risque et induit une concentration sur la rentabilité à court terme. L'éventualité de la cession de titres par des institutionnels importants se traduirait par un signal négatif au marché et une baisse des cours. Cette dévaluation augmenterait le risque de prise de contrôle (Gaspar J.M. et al., 2005). Les défenseurs de cette approche postulent que les dirigeants vont pénaliser les investissements rentables à long terme et plus spécifiquement les investissements de R&D pour limiter le risque de prises de contrôles. Selon Porter (1992), les investisseurs institutionnels n'ont pas accès à des informations spécifiques et ils trouvent des difficultés d'évaluation de l'entreprise à long terme. De ce fait, ils vont se concentrer sur les mesures de performance comme la rentabilité comptable ou boursière. Ils ne laissent pas aux dirigeants l'occasion de fournir des efforts dans la recherche de nouvelles opportunités d'investissements. Ils les orientent donc vers le *court-termisme* [Drucker (1986) et Porter (1992)]. La thèse du rôle du marché du contrôle dans le comportement myopique des dirigeants était en vogue dans les années 80. (Jacobs, 1991 et Porter, 1992).

D'autres auteurs ont soutenu que le système économique est le responsable d'un comportement myope. La présence d'un marché de contrôle actif et une concentration de la propriété des entreprises dans les mains des investisseurs institutionnels sont deux facteurs suffisants pour conduire les dirigeants à sous-investir dans des projets à long terme. L'argument de base expliquant l'existence d'une myopie de la part des institutionnels est schématisée par la boucle d'évènements suivants : Les actionnaires individuels sont généralement impatients, cette impatience est à son tour communiquée aux dirigeants des firmes à travers la pression exercée sur les prix des actions. Les conséquences de cette pression sont la réticence des dirigeants à

investir à long terme et la focalisation sur les projets rentables à court terme. En outre, l'impatience naturelle d'un actionnaire individuel est renforcée par les institutionnels dont on juge la performance de leur propre portefeuille sur la base de la rentabilité à court terme. Les résultats de ce comportement sont le sous investissement dans les stratégies à long terme et un renforcement de l'esprit spéculatif des investisseurs institutionnels. Autrement dit, les institutionnels sont une force motrice de la détermination du prix des actions, et ils se limitent à la recherche de bons résultats dans un horizon temporel assez proche. Les dirigeants, à leurs tours, pilotent la firme de façon à éviter la baisse de la rentabilité à court terme.

2.2 LA THESE DE L'ACTIVISME DES INSTITUTIONNELS

Il existe théorie alternative qui considère les investisseurs institutionnels comme un amortisseur entre actionnaires individuels et dirigeants des entreprises. Les institutionnels peuvent amener, dans ce cas, les dirigeants à se concentrer sur la rentabilité à long terme [Bushee (1998) et Wahal et Mc Connell (2000)]. L'argument de base de cette thèse est que les actionnaires institutionnels peuvent avoir un avantage informationnel par rapport aux autres actionnaires. Par rapport aux actionnaires individuels, les institutionnels sont plus solides et résistants aux jugements de la performance des dirigeants sur la seule base des gains annoncés à court terme. Ils tendent à évaluer leurs alternatives de détention avec précision afin de prendre une meilleure décision d'investissement (Aoki, 1984). De ce fait, ils incitent les dirigeants à mettre en exécution des projets d'investissements à long terme qui augmentent la compétitivité des firmes. Cette opinion est strictement opposée¹ à la thèse myopique.

2.3 LA THESE DE NEUTRALITE ET DE L'EFFICIENCE DES MARCHES

La théorie de l'efficacité des marchés est élaborée essentiellement par [Jarrell et Lehn (1985) et Jensen (1988)]. Elle postule que les investisseurs évaluent la firme en se basant sur toutes les informations historiques, publiques, privées concernant le potentiel des cash-flows futurs. C'est à dire que les actionnaires rationnels vont approuver les investissements

¹ Cette apparente contradiction mériterait une analyse plus fine. Le terme institutionnel est générique. Il désigne aussi bien des institutionnels de premier rang (assurances, banque, Caisse des dépôts en France) que des institutionnels de second rang (FCP de toute nature). D'après Black (1990), il existe des différences dans leurs comportements ou dans leurs objectifs. Au delà de la relation d'investissement, certains institutionnels ont, en plus une relation d'affaire avec la firme. Cette double activité peut créer des conflits d'intérêts entre les institutionnels (Heard et Sherman, 1987). Brickly et al. (1988) ont classé les institutionnels en deux catégories. Il y a des institutionnels qui cherchent à maintenir une relation d'affaire durable pour influencer les décisions des dirigeants, comme les firmes d'assurance. Il y a d'autres qui ont des relations d'investissements, ces derniers sont plus capables d'exercer leur droit de vote. C'est le cas des institutionnels actifs tels que les mutuels de fonds, les fonds de pensions...

développant les futurs cash-flows. Tant qu'il existe des opportunités d'investissement, c'est-à-dire des investissements dont le rendement interne est supérieur au coût du capital, les actionnaires vont encourager ce type d'investissements quel que soit son terme. Logiquement, si la firme ne peut pas atteindre un certain niveau de rentabilité, les actionnaires vont décourager ces investissements. D'après cette théorie, les actionnaires rationnels ne cèdent pas les actions des firmes qui se sont engagées dans des investissements « de productivités, d'innovations... » dégagant de futurs cash-flows. Par contre, ils cèdent les actions des firmes qui sous investissent à long terme. Il est important de rappeler que la théorie de l'efficacité traditionnelle ne fait aucune discrimination entre actionnaire individuel et institutionnel. Les deux types d'actionnaires sont rationnels, ils cherchent seulement la profitabilité en adoptant une stratégie de portefeuille active. D'où la neutralité des actionnaires institutionnels vis-à-vis des décisions managériales concernant le DRHTI.

2.4 UNE SYNTHÈSE DES RESULTATS EMPIRIQUES SUR LES INSTITUTIONNELS ET LE DRHTI

2.4.1 La présence d'institutionnels dans le capital

Bien qu'il ait existé de recherches focalisées sur le comportement des investisseurs institutionnels, le nombre d'études sur la relation entre le degré de participation des institutionnels dans le système de gouvernance et la décision d'investissement est encore limité. Graves (1988) a trouvé une relation négative entre actionnaires institutionnels et les investissements de R&D, de même, des études empiriques qui ont été faites sur les firmes britanniques ont montré que les institutionnels sont des inducteurs de performances à court terme résultant du faible niveau d'investissement en R&D. Ce qui corrobore la thèse myopique.

A contrario, des études empiriques américaines ont prouvé l'existence d'une relation positive entre R&D et les actionnaires institutionnels [Jarrel et Lehn, (1985) ; Hansen et Hill (1991)]. Eng et Shackell (2001) considèrent que les investisseurs institutionnels incitent les dirigeants à investir dans les projets de R&D afin d'améliorer le niveau de la performance future de l'entreprise. Bange et DeBondt (1998) établissent une relation inverse entre la participation des investisseurs institutionnels dans le capital et la manipulation des dépenses en R&D par les dirigeants afin d'accomplir des niveaux désirés de bénéfices. Kochhar et David (1996) ont constaté que les fonds de pension et les fonds mutuels sont plus actifs que les assurances (investisseurs de premier rang) et sont plus capables d'influencer les décisions managériales. Ils incitent la firme au développement de nouveaux produits. Les fonds de pensions ont un effet

positif sur l'innovation interne en R&D et un impact négatif sur l'innovation externe (acquisition de nouveaux produits, circuit de distribution, une nouvelle part de marché ...).

Pour autant que la plupart des études aient prouvé l'existence d'une relation que se soit positive ou négative entre la présence d'institutionnel et la nature des investissements (R & D, court terme, long terme, innovation...), cette relation reste encore nuancée, puisque, Jarrel (1985) a trouvé que le changement de la propriété institutionnel n'est pas associé avec un changement des activités de l'entreprise. (Thèse de la neutralité). On peut faire l'hypothèse suivante :

H1 : Il existe une relation faible entre la présence d'un bloc d'actionnaires institutionnels dans le capital de la firme et le DRHTI : la relation peut être positive, négative ou absente.

2.4.2 La présence d'institutionnels dans le conseil d'administration

La plupart des études américaines sur le rôle des investisseurs institutionnels dans la décision d'investissement emploient la propriété comme synonyme de pouvoir, c'est à dire que les institutions influencent le choix d'investissement par la concentration de leur propriété. Toutefois, la détention institutionnelle est insuffisante à elle seule pour expliquer la pression sur la stratégie adoptée par les dirigeants. L'accroissement du pourcentage du capital détenu par les institutionnels s'accompagne généralement d'un accroissement de la représentation au conseil d'administration afin d'assurer un contrôle des dirigeants et de garantir la bonne utilisation des fonds investis (Gilson, 1990). D'après Charreaux et Pitol bélin (1990), les administrateurs institutionnels sont supposés exercer un contrôle plus important en raison des informations et des outils de contrôle dont ils disposent. Ils ont un meilleur accès à l'information et une plus grande expertise dans l'analyse de la performance. Leur présence à l'intérieur du conseil d'administration permet une plus grande efficacité du contrôle. De ce fait, les investisseurs institutionnels peuvent s'imposer en introduisant au moins un représentant¹ dans le conseil d'administration afin d'être informé en interne et d'orienter, par voie de conséquence, le choix des investissements en leur faveur. On peut émettre l'hypothèse suivante :

H2 : Les investisseurs institutionnels qui occupent des sièges dans le conseil d'administration ont un effet sur le DRHTI.

2.5 LES ACTIONNAIRES DOMINANTS

La relation entre la concentration de la propriété et le DRHTI n'est pas encore clarifiée par

¹ On suppose une convergence des intérêts entre les actionnaires institutionnels et leurs représentants dans le conseil d'administration.

les études existantes. La majorité de ces recherches porte sur le lien entre la structure de propriété et la stratégie de diversification ou bien l'activité en recherche et développement. La stratégie de diversification représente une catégorie d'investissement à faible risque¹ alors que l'activité de recherche et développement symbolise l'investissement risqué et à long terme. Les études suivantes, non exhaustives, résument les principales positions en compétition.

Hill et Snell (1988) ont trouvé que la concentration du capital dans les firmes est associée à des niveaux plus faibles de diversification. De plus, ils ont constaté une relation positive significative entre le niveau de R&D et la concentration du capital². Ces auteurs considèrent qu'une stratégie orientée R&D est proportionnellement moins intense dans les firmes où les actionnaires détiennent un faible pouvoir. Les actionnaires, contrairement aux dirigeants, la préfèrent à une stratégie de diversification. Les dirigeants ne peuvent pas diversifier leur investissement en capital humain, tendent à diversifier les activités de la firme. Les actionnaires diminuent le risque par diversification de portefeuille, privilégient un degré de rentabilité/risque élevé. Selon ces deux auteurs, le choix entre ces deux stratégies dépendrait de leurs pouvoirs respectifs. Puisque la concentration du capital confère aux actionnaires un fort et un véritable pouvoir, les firmes à actionnariat concentré investissent davantage dans les projets risqués. Dans le même ordre d'idée, selon Hoskisson, Hill, et Hitt (1991), une structure de propriété dispersée implique un contrôle faible de la part des actionnaires, ce qui permettrait aux dirigeants de mettre en oeuvre leurs stratégies de diversification, réduisant le risque, en toute liberté et dans les domaines qui favorisent leurs stratégies personnelles.

Denis, Denis et Sarin (1997) ont prouvé l'existence d'une relation négative entre la stratégie de diversification et la présence d'un bloc de contrôle formé par les actionnaires majoritaires. Cela veut dire que les opérations de diversification sont plus fréquentes dans les entreprises managériales où le capital est fortement dilué. [Anderson et al (2000), Collin et Bengtsson (2000)] ont conclu dans le même sens. Une structure de propriété dispersée et diffuse favorise l'adoption d'une stratégie de diversification.

Pour Hansen et Hill (1991), les firmes contrôlées, caractérisées par une forte concentration du capital adoptent plus les investissements d'innovation ayant un horizon temporel assez long que les autres types de firmes. Dans les firmes à actionnariat concentré, les actionnaires ont plus de pouvoir et ils peuvent, le cas échéant, utiliser leurs droits de vote s'opposer aux tentatives de prises de contrôle en cas de baisse des cours des actions. Cela signifie que les détenteurs de bloc

¹Amihud et Lev (1981)

² Autrement dit, les actionnaires dominants encouragent l'investissement en R&D.

de contrôle sont moins concernés par la fluctuation des résultats à court terme et plus intéressés par les investissements et les résultats à long terme maximisant leurs richesses.

Au contraire, dans les firmes à actionnariat dispersé, une baisse importante des titres à court terme peut conduire les actionnaires minoritaires à céder leurs titres. Cette cession a pour conséquence une augmentation de la probabilité d'une prise de contrôle et par la suite une menace de la sécurité d'emploi des dirigeants. Ces derniers, par un comportement rationnel, vont s'opposer à la prise de contrôle par l'adoption des investissements à court terme dégagant des flux de liquidité rapides et par la pénalisation des projets d'investissements à long terme afin de diminuer la chute des cours et la probabilité d'une prise de contrôle.

Mayer (1996), confirme que si l'actionnariat est dispersé, l'actionnaire peut céder ses titres de participations et cesser ses relations avec les autres partenaires de la firme (dirigeant, salarié, créancier..) sans supporter aucun coût. En revanche, en cas d'actionnariat concentré, l'actionnaire dominant ne peut pas liquider anonymement ses titres et est comptable des effets de ses actes. Par exemple, lorsque les diverses parties prenantes subissent les conséquences négatives d'une cession des titres par l'actionnaire majoritaire, la réputation de ce dernier peut être menacée et altérée. Dès lors si les relations d'engagement et de confiance ont du mal à s'instaurer dans les firmes à actionnariat diffus, dans les firmes dominées par des actionnaires importants, elles seront plus étroites entre l'ensemble des partenaires et surtout entre les actionnaires et les dirigeants. En se basant sur le postulat suivant « la stabilité des relations entre actionnaires et dirigeants liée à la concentration de l'actionnariat entraîne des relations d'engagements et de confiances sur le long terme » on peut formuler l'hypothèse suivante :

H3 : Le niveau de la concentration de propriété influence positivement le DRHTI

3 LA MÉTHODOLOGIE

3.1 SELECTION DE L'ECHANTILLON

L'échantillon est composé de firmes industrielles et commerciales dont les titres sont cotés à la bourse de Paris (cote officielle règlement mensuel et comptant) ou au Second Marché dans la période 1994-1998. Durant cette période, la part des institutionnels dans le capital des entreprises françaises a augmenté de façon sensible. Les entreprises appartenant à certains secteurs sont supprimées¹ de l'échantillon en raison de leur comportement atypique en matière de

¹ Les secteurs écartés sont : les banques et établissements de crédit, les compagnies d'assurance, les sociétés de courtages, les sociétés de développement et de gestion de portefeuilles. La sélection est faite à partir des codes NAF des sociétés. Les proximités sont faites au niveau des 4 caractères du code NAF.

politique financière. Les sociétés pour lesquelles l'information était incomplète¹ ou vraisemblablement erronée (constat de variations anormales), ainsi que celles dont le nombre des mois d'exercices était différent de 12 ont été retirées de l'échantillon.. Sur les 132 entreprises restantes, 99 entreprises sont cotées sur le règlement mensuel et au comptant de la bourse de Paris. Donc, 75% des entreprises de l'échantillon sont incluses à la cote officielle de la Bourse de Paris.

3.2 MESURE DES VARIABLES

La participation des institutionnels dans le capital (ACTINST) et le conseil d'administration (ADMINST) et celles sur les actionnaires dominants (CONC) ont été élaborées manuellement à partir de la base DAFSA. Les indicateurs de mesure pour les variables « institutionnels » sont les suivants : Le pourcentage du capital détenu par les institutionnels (ACINST)², le pourcentage des institutionnels dans le conseil d'administration (ADINST).

La présence d'actionnaires dominants : Pour la variable CONC, reprenant la démarche de MacIntosh et Schwartz (1995) des seuils automatiques ont été retenus pour la définition d'un actionnaire dominant, en l'occurrence « tout actionnaire non institutionnel détenant soit 10% ou plus (pour la première régression), soit 20% ou plus (pour la deuxième série de régression) de la totalité du capital ».

Deux bases de données DIANE et WORLDSCOPE ont été utilisées pour le calcul des indicateurs du DRHTI (avec l'hypothèse implicite qu'il existe une corrélation entre les vraies valeurs et les indicateurs comptables)

Mesures de la variable dépendante : Quatre mesures sont utilisées pour vérifier l'impact sur la décision d'investissement. Ce choix a été légitimé afin de tenir compte de la sensibilité des résultats en fonction des mesures et pour obtenir plus de précision dans l'interprétation. Si une hypothèse est confirmée pour les différentes mesures, la crédibilité des résultats sera augmentée et le biais lié au choix de l'indicateur minimisé.

La mesure de risque ; Deux méthodes ou bien deux approches sont généralement retenues pour appréhender le risque. La première méthode se base sur le modèle du marché, c'est à dire sur le risque systématique (β)³. Les financiers distinguent traditionnellement deux types de risques liés

¹ Beaucoup d'entreprises ont des données incomplètes sur la gouvernance (telle que la structure du conseil d'administration) ou bien elles ont des données incomplètes sur l'investissement tel que la R&D.

² En l'absence d'informations précises sur les droits de votes des actionnaires, on retiendra la même méthode d'Alexandre et Paquerot (2000), un droit de vote est attaché à chaque action.

³ Le bêta a été calculé selon le modèle de marché à partir des taux de rentabilité mensuels des 60 derniers mois.

à un titre : le risque systématique, d'une part, qui traduit sa sensibilité à l'évolution générale du marché, et le risque spécifique, d'autre part, qui est lié au comportement de la firme. La théorie financière ne s'intéresse le plus souvent qu'au risque systématique, le risque spécifique pouvant être facilement annulé par une diversification du portefeuille de placements. Le risque systématique (β) a été développé et adopté surtout par Flannery et James (1984), et Anderson et Fraser (2000). La deuxième méthode se fonde sur le coefficient de dispersion de la rentabilité $\sigma_{BAII / ACTIF}$, elle a été retenue par Hassell et Jennings (1986), Wright et al (1996), Jensen, Solberg et Zorn (1992).

Horizon temporel de l'investissement : Les études précédentes et surtout anglo-saxonnes se basent sur le niveau des dépenses en recherche et développement pour mesurer les investissements à long terme, et les dépenses en publicité pour mesurer les investissements à court terme. Les arguments avancés par ces auteurs s'appuient sur le fait que les investissements en R&D générant des profits imprévisibles à long terme qui dépassent en moyenne trois années (Ravenscraft et Scherer 1982), alors que les investissements en publicité dégagent des bénéfices dans un horizon temporel limité et inférieur à une année selon Galbraith et Merrill (1991) et Chauvin et Hirshey (1993).

La plupart des études nord américaines, Bizjak et al (1993), Dechow et Sloan (1991), Zahra (1996), Graves (1988), Wahal et McConnell (2000) ont mesuré l'horizon temporel des investissements à l'aide du ratio dépenses en recherche et développement divisé par l'actif total de la firme ou par le chiffre d'affaires. Ils ont considéré les projets en R&D comme des investissements à long terme en rapport avec leur délai de retour. Le CA comme dénominateur a semblé plus pertinent que l'actif, car le ratio R&D/CA est un indicateur sectoriel caractéristique.

Pour compléter cette mesure il est possible de recourir à un autre critère à partir des données comptable (Données du bilan et des états financiers). En effet, une interprétation plus financière du bilan peut renseigner sur l'horizon temporel de certaines opérations d'investissement retenues par une firme. Le ratio Immobilisations financières sur placements financier CT sera retenu.¹

¹ La norme comptable relative aux placements (PCG82 en vigueur), distingue quatre catégories de titres : Les titres de participations, les titres immobilisés (droit de propriété), les titres immobilisés (droit de créance), les placements courants. Les trois premières catégories de titres, constituent les placements à long terme (actif non courants). Quant aux placements courants, ils sont inscrits parmi les *placements et autres actifs financiers* et font partie des actifs courants. En principe, un placement à long terme est un placement détenu dans l'intention de le conserver pour une longue période, notamment, pour exercer sur la société émettrice un contrôle ou pour obtenir des revenus et des gains en capital sur une longue période voire pour protéger ou promouvoir des relations commerciales. Un placement à CT est un placement que l'entreprise n'a pas l'intention de conserver pendant plus d'un an et qui, peut être liquidé à brève échéance. Toutefois il peut exister de fortes divergences entre l'intention de détention et la

Placement à long terme = les titres de participation+ les titres immobilisés (droit de propriété) + les titres immobilisés (droit de créance).

Placement à court terme = les placements courants

Participation des institutionnels dans le capital,	ACTINST	%
Proportion des institutionnels dans le conseil d'administration	ADMINST	%
Présence d'un actionnaire dominant	CONC	Binaire
Risque systématique	β	
Risque financier, volatilité de la rentabilité	$\sigma_{BAIL / actif}$	
Horizon temporel	R&D / CA	
Horizon temporel	Placements LT/CT	

Les statistiques descriptives des variables à expliquer et explicatives sont présentées dans les tableaux 1et 2. Elles dévoilent une dispersion assez importante de la majorité des variables. Ceci est discernable, d'une part du fait d'écart-types élevés, et, d'autre part, de différences importantes entre le maximum et le minimum relevé pour chaque variable.

TABLEAU (1) : Statistiques descriptives de l'échantillon

Variables	N	Moyenne	Écart -type	Médiane	Minimum	Maximum
① Degré de risque s : $\sigma_{BAIL / ACTIF}$	132	0.041	0.061	0.025	0	0.695
① Degré de risque (β risque)	132	0.628	0.442	0.595	0.040	1.804
① Horizon temporel =R&D/ CA	132	1.166	3.248	0	0	24.964
① Horizon temporel= placement à long terme /placement à court terme	132	3.766	4.780	1.254	0	31.126
% ACTINST	132	18,25	25,836	4,605	0	95.06'
% ADMINST	132	6.634	30.965	0	0	23'

①La médiane sera retenue comme valeur discriminante entre les activités fortement ou faiblement risquées ou à long terme.

TABLEAU (2) : Statistiques descriptives du degré de la concentration de la propriété des entreprises françaises cotées : période d'étude 1994-1998

Variables	N	Moyenne	Écart- type	Médiane	Minimum	Maximum
BLC1 ¹	132	51.906	21,446	48,650	5,360	99,40 ¹
BLC2	132	14,141	10,447	10,365	0,05	49,85
BLC3	132	6,978	7,530	5	0	47,95
BLC4	132	6,936	12,212	3,150	0	57,91
BI C.5	132	7 614	14 268	0 735	0	58 87

3.3 TRAITEMENTS STATISTIQUES

L'étude empirique n'est pas destinée à mesurer l'impact de telle ou telle variable explicative considérée individuellement, mais à mettre en évidence la ou les politique(s) générale(s) qui expliquent le DRHTI sous la forme d'une combinaison de variables explicatives. La méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) a été rejetée après une première série de traitements car elle aboutie à une mauvaise spécification du modèle. L'utilisation d'une régression logistique semble plus appropriée. L'avantage de cette méthode réside dans le fait qu'on peut repérer et éliminer facilement les observations aberrantes qui conduisent à un biais dans le modèle. Ce qui va dans le sens du rejet de la MCO (Evrard et al, 1993). De plus, la régression logistique est bien adaptée à la démarche retenue dans la mesure où elle ne procède pas de manière additive mais interactive, contrairement à une analyse discriminante ou à une régression des moindres carrés. L'exclusion ou l'inclusion d'une variable biaise l'estimation des coefficients des autres variables dans une régression Logistique. Dans le cadre de l'analyse logistique, les phénomènes à expliquer sont représentés par une variable qualitative et dichotomique et non par la nature continue de la variable qui les mesure.

3.3.1 Tests de colinéarité entre les variables explicatives

Il est plus difficile de déceler la multi-colinéarité en régression logistique qu'en régression multiple ordinaire. L'application de la régression logistique exige l'absence de multi-colinéarité entre les variables exogènes. Le calcul des coefficients de corrélation de Pearson (tableau 3) entre les variables exogènes et montre que tous les coefficients sont sensiblement plus petits que (0.6), seuil à partir duquel on commence à rencontrer des problèmes sérieux de multi colinéarité. On remarque l'importance de la corrélation « *taille/adminst* » (0.191). La corrélation « *conc1/conc2* » est très importante (0.580), elle s'interprète facilement, mais elle ne pose pas de problème puisque ces deux variables ne vont pas être intégrées ensemble dans les mêmes équations.

TABLEAU (3) Coefficients de Corrélations de Pearson entre les variables indépendantes

* La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

** La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

	CONC1	ACTINST	ADMINST	CONC2	TAILLE
CONC1	1,000	,042	-,091	0,580**	-0,061
ACTINST		1,000	,132	-0.063	0.051
ADMINST			1,000	-0.049	0.191*
CONC2				1,000	-0.151
TAILLE					1,000

3.3.2 Le modèle

Selon la démarche retenue, la variable à expliquer sera mesurée par une variable latente artificielle y_i .

$$\left\{ \begin{array}{l} Y_i = 1 ; y_i^* > 0 \text{ si l'entreprise investit } \underline{\text{fortement en activité risquée ou à long terme.}} \\ Y_i = 0 ; y_i^* < 0 \text{ si l'entreprise investit } \underline{\text{faiblement en activité risquée ou à long terme.}} \end{array} \right.$$

Les quatre indicateurs retenus pour caractériser le DRHTI seront considérés comme FORT, si leur valeur dépasse la médiane de la distribution qui les caractérise. Ils seront considérés comme FAIBLE dans le cas contraire.

Les variables explicatives du modèle sont les suivantes. ;

ACTINST, **ADMINST**, **CONC** une variable binaire, prenant la valeur 1 s'il y a un actionnaire dominant et la valeur 0 dans le cas contraire.

ACTIF, sert à vérifier l'effet possible de la taille.

INTERACTION, une variable binaire de valeur 1 lorsque il y a une présence simultanée des institutionnels dans le capital et le conseil d'administration des firmes et 0 dans le cas inverse.

La modélisation repose sur 2 séries de régression. Dans le modelé 1, chacune des quatre mesures du DRHTI a été régressée en fonction des variables **ACTINST**, **ADMINST**, **ACTIF** et **CONC**, le seuil applicable à cette dernière variable étant fixé à 10%.

Dans le modèle 2, les quatre mesures identiques ont été régressées chacune en fonction des quatre variables indépendantes auxquelles on a ajouté la variable **INTERACTION**.

Les modèles 1 et 2 sont ensuite reproduits en augmentant le seuil de la variable **CONC** à 20% pour vérifier la sensibilité des résultats au niveau de cette variable.

$$DRHTI_1 = \alpha_0 + \alpha_1 CONC_{1/2} + \alpha_2 ACTINST + \alpha_3 ADMINST + \alpha_4 ACTIF$$

$$DRHTI_2 = \alpha_0 + \alpha_1 CONC_{1/2} + \alpha_2 ACTINST + \alpha_3 ADMINST + \alpha_4 ACTIF + \alpha_5 INTERACTION$$

4 RÉSULTATS ET INTERPRÉTATIONS

4.1 -ESTIMATION DES MODELES SUR LA TOTALITE DE L'ECHANTILLON

Le tableau (4) représente les coefficients de corrélation de **Tau-B de Kendall** et **Rho de Spearman** entre les différentes mesures de risque et d'horizon temporel des investissements en valeur relative. D'après ces données, les résultats de la régression devraient donc être relativement sensibles aux mesures employées.

TABLEAU (4) Corrélations entre les différentes mesures de risque et horizon

Tau-B de Kendall Rho de Spearman	RISK β	$\sigma_{BAI / ACTIF}$	R&D/CA	Placement à long terme/ à court terme
RISK β	1,000	-,091	-,040	0.068
$\sigma_{BAI / ACTIF}$		1,000	-,051	-0.012
R&D/CA			1,000	0.041
Placement à long terme/à court terme				1,000

Les tableaux 5 et 6 récapitulent les résultats¹ obtenus selon le seuil de la variable concentration de la propriété **CONC1** et **CONC2**, respectivement 10% et 20%. Les modèles ont été retenus après plusieurs itérations afin de présenter les meilleurs résultats des tests de validité générale du modèle que ce soit pour leur capacité de prévision, leur qualité d'ajustement aux données (- 2 log de vraisemblance), leur pouvoir explicatif (R^2 de Cox et Snell) et leur significativité globale (permettant de rejeter l'hypothèse nulle stipulant que les coefficients sont tous égaux à zéro).

Lors de la régression du ratio $\sigma_{BAI / ACTIF}$ en fonction des 4 principales variables explicatives, aucune des variables indépendantes n'est statistiquement significative (modèle1). L'ajout de la variable **INTERACTION** (modèle2) ne modifie pas les résultats et le modèle reste toujours mal spécifié. L'élévation du seuil de la variable **CONC2** à 20%, avec ou sans terme **INTERACTION**, donne les mêmes effets. Il est à noter que la variable **ACTIF** n'est statistiquement significative dans aucune des modèles. Ces résultats peuvent être interprétés de deux façons. Soit une faible indication que les institutionnels et les actionnaires dominants ont un impact significatif sur la détermination du degré de risque ou bien quel le ratio $\sigma_{BAI / ACTIF}$ n'est pas une mesure appropriée du degré de risque des investissements.

¹ Les régressions ont été établies après contrôle des éventuelles corrélations entre les variables explicatives.

Les résultats obtenus pour la variable β (**risque systématique**) sont assez différents. Les coefficients des variables **ACTINST**, **ADMINST**, et **INTERACTION** sont significatifs (Modèles 2 avec **INTERACTION**). Il paraît donc que la probabilité de choix des investissements risqués est une fonction décroissante du % du capital détenu par les actionnaires institutionnels. Cet effet s'explique par la thèse de la myopie des institutionnels : Lorsque les institutionnels détiennent une part significative du capital, les dirigeants sont incités à stabiliser ou à réduire le risque des investissements. La réduction du risque a pour objectif de diminuer la volatilité des actions de la firme, et d'empêcher les institutionnels de vendre les actions en cas de baisse des cours des titres (dévaluation des titres et augmentation de la probabilité des prises de contrôles). De ce fait, les dirigeants, pour se mettre à l'abri des prises de contrôles initiées par les institutionnels, sont conduits à ne pas soutenir l'adoption des investissements risqués. La confirmation de ce résultat, seulement pour (β risque systématique), n'est pas surprenante. Elle s'avère logique puisque les institutionnels réagissent en se référant, essentiellement, aux couples (risque/rentabilité) des marchés financiers.

La probabilité d'entreprendre les investissements risqués est une fonction décroissante du taux de présence des administrateurs institutionnels dans le conseil d'administration. La significativité de la variable **INTERACTION** prouve que plus les institutionnels sont présents dans les organes de décision et de contrôle (capital et conseil d'administration), plus ils ont une influence négative sur la probabilité d'opter vers les investissements risqués.

Le coefficient relatif à la concentration de la propriété **CONC1** est positif et non significatif. Cependant, lorsque le seuil de cette variable est porté à 20% (**CONC2**) le résultat devient significatif. Ce résultat implique que plus le degré de concentration de la propriété est élevé, plus la probabilité de choix des investissements de nature risquée devient élevée. Ce constat empirique dans le contexte français est cohérent avec les travaux anglo-saxons de Hill, Hitt et Hoskisson (1993) et Denis, Denis et Sarin (1997) qui argumentaient une relation positive entre la concentration de la propriété et le niveau de risque. En effet, plus la probabilité d'un actionnaire dominant est élevée, plus le contrôle des dirigeants est strict, plus le danger de conflit entre ces partenaires en terme de risque sera réduit.

TABLEAU 5 : Résultats des régressions sans (modèle 1) et avec (modèle 2) la variable INTERACTION

La variable CONC est fixée à 10% - (La statistique de WALD est entre parenthèses)

Variable dépendante → Variables indépendantes	$\sigma_{BAII / ACTIF}$	β (risque systématique)	R&D/CA	Placement à long terme / à court terme
Modèle 1				
CONSTANTE	-0.002	0.441	-1.0309	-0.513
ACTINST	0.02 (0.071)	-0.008 (3.425)	-0.019 (3.731)	-0.012 (2.684)
ADMINST	-2.649 (1.143)	-3.438 (1.787)	-0.549 (0.283)	-0.817 (5.097)
CONC1	0.329 (0.838)	-0.131 (1.123)	0.974 (5.271)	0.268 (0.531)
ACTIF	-0.021 (0.056)	0.023 (0.048)	0.042 (0.04)	0.059 (0.961)
R² de Cox et Snell	0.03	0.066	0.082	0.068
X² pour l'ajustement du modèle	4.049 (p=0.399)	9.017 (p=0.061)	11.261 (p=0.024)	9.123 (p=0.058)
-2 log de vraisemblance	178.942	173.974	138.755	138.173
Modèle 2				
CONSTANTE	-0.073	0.356	0.694	-0.026
ACTINST	0.031 (0.254)	-0.007 (3.539)	-0.051 (3.658)	0.092 (2.782)
ADMINST	-2.353 (0.233)	-2.897 (1.582)	-0.963 (1.782)	-0.713 (5.168)
CONC1	0.269 (1.416)	-0.109 (0.958)	0.721 (4.734)	0.128 (0.428)
ACTIF	-0.027 (0.065)	0.018 (0.052)	0.076 (0.098)	0.051 (0.763)
INTERACTION	-0.052 (1.613)	-0.022 (2.771)	-0.019 (2.897)	-0.031 (3.017)
R² de Cox et Snell	0.060	0.085	0.091	0.097
X² pour l'ajustement du modèle	8.221 (p=0.144)	11.787 (p=0.038)	12.614 (p=0.027)	13.424 (p=0.020)
-2 log de vraisemblance	174.497	170.931	169.891	169.081

- les résultats obtenus dans le cas de **R&D/CA** sont assez semblables à ceux observés avec le ratio Placement à long terme/ à court terme. Les coefficients des variables **ACTINST**, **CONC** et **ADMINST** (seulement pour ratio Placement à long terme/ à court terme) sont significatifs.

TABLEAU 6 - Résultats des régressions sans (modèle 1) et avec (modèle 2) la variable INTERACTION la variable CONC est fixée à 20% - (La statistique de WALD est entre parenthèses)

Variable dépendante→ Variables indépendantes	$\sigma_{BAII / ACTIF}$	β (risque systématique)	R&D/CA	Placement à long terme / à court terme
Modèle 1	0.267			
CONSTANTE	0.002 (0.070)	0.112 -0.009	-0.686 -0.039	-0.629 -0.013
ACTINST	-0.314 (1.600)	(3.789) -0.455	(6.656) -0.576	(3.019) -0.787
ADMINST	-0.202 (0.228)	(4.652) 0.450	(0.166) 0.122	(4.629) 0.818
CONC2	-0.037 0.142	(3.012) -0.019	(5.104) 0.126	(3.196) 0.098
ACTIF	0.026 3.437	(0.131) 0.113	(0.001) 0.131	(1.495) 0.102
R² de Cox et Snell	(p=0.488)	15.835	11.909	14.166
X² pour l'ajustement du modèle	179.554	(p=0.003)	(p=0.018)	(p=0.007)
-2 log de vraisemblance		167.156	132.621	167.431
Modèle 2				
CONSTANTE	0.844	0.968	0.712	0.585
ACTINST	0.004 (0.940)	-0.081 (3.896)	-0.028 (5.369)	-0.009 (3.126)
ADMINST	-0.236 (0.745)	-0.358 (1.258)	-0.429 (0.123)	-0.183 (3.523)
CONC2	-0.105 (0.200)	0.287 (3.123)	0.099 (1.121)	0.212 (2.786)
ACTIF	-0.017 (0.524)	-0.009 (0.693)	0.110 (0.895)	-0.031 (0.056)
INTERACTION	0.018 (1.072)	-0.011 (2.896)	-0.007 (3.753)	-0.013 (2.987)
R² de Cox et Snell	0.053	0.084	0.068	0.129
X² pour l'ajustement	7.180 (p=0.208)	11.510 (p=0.042)	9.249 (p=0.100)	18.200 (p=0.003)
-2 log de vraisemblance	175.326	170.966	172.649	163.303

La probabilité de choisir des investissements à long terme est une fonction décroissante du % du capital détenu par les actionnaires institutionnels. Ce résultat corrobore la thèse de la myopie des investisseurs institutionnels. En effet, apparemment, ces deniers ont un caractère passif. Ils cherchent à réduire le risque¹ tout en maximisant la liquidité et la rentabilité dans un horizon temporel assez proche. Ces derniers investisseurs peuvent obliger les dirigeants à accélérer l'arrivée de bonnes nouvelles et retarder celle des mauvaises, notamment en transférant

¹ Ce résultat est déjà confirmé dans le premier modèle expliquant le degré de risque des investissements.

dans le temps des projets très incertains. Badrinath et Wahal (2002) ont pensé que le système de rémunération interne des gérants institutionnels qui est fondé sur le niveau de performance trimestriel de leurs avoirs est le responsable de ce phénomène. L'horizon à court terme de ces investisseurs les amène à restreindre les investissements dans la R&D. En effet, Hoskisson et al (2002) stipulent si l'objectif essentiel des fonds d'investissement est la réalisation d'un haut niveau de rentabilité à court terme, ils préfèrent l'acquisition d'innovations externes qui dégagent une rentabilité immédiate élevée car les produits sont déjà éprouvés tout en limitant les innovations internes issues de la R&D qui ne peuvent procurer des bénéfices qu'à long terme.

Cet aboutissement, dans le contexte américain est en cohérence avec les résultats de Ben M'barek (2003) qui a étudié le comportement des investisseurs institutionnels français. D'après son enquête, certains investisseurs institutionnels sont évalués trimestriellement et sur la base de performance de référence. Ce système participe à amplifier la pression sur les dirigeants à viser des horizons courts et à ne pas engager dans des actions de contrôle qui sont coûteuses et rentables à long terme. Plus précisément, les institutionnels français consacraient principalement leurs temps et leurs ressources à l'analyse des titres aux fins de placement, plutôt que de s'orienter vers l'activisme. Par contre, ce résultat est contradictoire avec le constat de Giroud (2001). Cet auteur a observé que dans les années 1990, les institutionnels français n'ont pas hésité à investir dans des firmes (dite Internet) qui affichaient des pertes mais qui leur paraissaient très profitable à long terme. Pour cet auteur, les institutionnels ne sont pas intrinsèquement plus « *court-termistes* » que des dirigeants soucieux de la rentabilité et de la croissance à long terme.

Les résultats de la régression montrent que la variable représentative du poids des institutionnels (**INTERACTION**) a un effet négatif et significatif sur la probabilité de déploiement des investissements ayant un long horizon temporel. L'occupation par des institutionnels de sièges dans le conseil d'administration les aide à atteindre leur objectif en terme d'horizon temporel. A partir de ce constat, il serait possible de confirmer l'hypothèse de la myopie des investisseurs institutionnels.

Le coefficient relatif à la concentration de la propriété est positif et significatif (**CONC1** et surtout **CONC2**). Ce résultat postule que les entreprises à propriété concentrée présentent un horizon temporel des investissements plus long que celles à propriété dispersée. Cette apparence peut s'expliquer par la stabilité des actionnaires qui prouvent leurs intentions à investir dans un horizon temporel assez long. Plus la structure de propriété est concentrée, plus les actionnaires ont intérêt à demeurer dans l'entreprise, plus les relations d'engagement et de confiance sont

étroites entre l'ensemble des partenaires et surtout entre les actionnaires et les dirigeants. Autrement dit, la présence d'un actionnariat homogène (bloc de contrôle) peut permettre aux équipes managériales en place d'optimiser la gestion de la firme sur le long terme en la préservant des pressions exercées à court terme par ce type d'agent (Sheard, 1991). Ainsi, cet effet signifie que les détenteurs de bloc de contrôle sont moins concernés par les fluctuations des résultats à court terme et plus passionnés par les investissements et les résultats à long terme maximisant leurs richesses. Ce résultat conforte les conséquences de l'actionnariat stable en France manifesté par le système de noyaux durs¹ qui est un mode de gouvernement d'entreprise retenu et appliqué pour rassurer les actionnaires français en leur garantissant que leur patrimoine ne sera pas détenu par des actionnaires étrangers.

4.2 -ESTIMATION DES MODELES SUR DES GROUPES HOMOGENES DE FIRMES ET ANALYSE DE SENSIBILITE DES RESULTATS

4.2.1 - Objectif de la segmentation

Il serait réducteur de limiter l'étude du DRHTI à l'influence des institutionnels et des actionnaires dominants sans s'interroger sur le secteur d'activité des firmes.

Le rôle joué par le secteur d'activité peut apparaître à deux niveaux. Tout d'abord, l'origine des différences constatées entre les entreprises en matière de DRHTI ne se trouve elle pas dans le secteur d'activité ? Ensuite, le pouvoir contributif des variables explicatives est-il stable quel que soit le secteur d'activité. Par exemple une variable serait pertinente pour les entreprises pharmaceutiques (intensité technologique élevée) mais ne s'appliquerait pas, par exemple, au secteur du transport (intensité technologique plus faible).

Cette variable de contrôle n'est pas introduite, directement, comme variable explicative dans le modèle. Elle est permise de segmenter l'échantillon initial en deux sous échantillons. Sur la base de l'étude du CEPII2., le premier groupe rassemble 77 entreprises qui appartiennent au secteur de haute technologie, le deuxième 55 entreprises de basse technologie.

¹ Ce mode de gouvernement a été appliqué en phase de privatisation (1987) et en phase de transition vers le capitalisme français. Ben M'Barek (2003).

² En raison de la construction des bases de données disponibles, le centre d'études prospectives et d'informations internationales a procédé à une réécriture de la nomenclature du CEPII qui s'exprime en termes de produits en une nomenclature d'activités afin de pouvoir utiliser la nomenclature d'activités française (NAF). Les activités retenues pour approcher au mieux le secteur de la haute technologie sont donc les suivantes : Industrie chimique de haute technologie, Industrie pharmaceutique, Industrie électrique de haute technologie et Industrie médicale de haute technologie.

4.2.2 L'effet modérateur de l'intensité technologique du secteur d'activité

Étant donné les différences d'intensité technologique entre les entreprises, l'analyse sera effectuée sur les deux sous groupes (haute technologie/basse technologie) ; les résultats sur les sociétés d'un groupe pourront être comparés à ceux des résultats obtenus sur l'autre groupe. Seul le modèle 2 sera retenu car il donne de meilleurs résultats en terme de significativité globale, significativité partielle des variables et de qualité d'ajustement.

TABLEAU 7 : Résultats des régressions : une étude comparative en fonction de la variable intensité technologique du secteur d'activité de la firme - (La statistique de WALD est entre parenthèses)

Variable dépendante →	$\sigma_{BAII / ACTIF}$	β (risque systématique)	R&D/CA	Placement à long terme / à court terme
Variables indépendantes				
<u>ENTREPRISES A BASSE TECHNOLOGIE</u>				
CONSTANTE	0.621	0.923	0.785	0.987
ACTINST	-0.013 (0.510)	-0.018 (3.689)	-0.026 (1.129)	-0.017 (4.176)
ADMINST	-0.134 (4.515)	-0.101 (2.986)	-0.098 (2.013)	-0.085 (0.944)
CONC2	-0.579 (0.398)	0.126 (0.467)	0.103 (0.961)	0.119 (3.961)
ACTIF	-0.011 (0.313)	-0.009 (0.598)	-0.015 (0.698)	-0.007 (0.852)
R² de Cox et Snell	0.091	0.148	0.071	0.185
X² pour l'ajustement du modèle	7.259	8.802	5.708	11.264
-2 log de vraisemblance	P=0.123 68.824	P=0.066 67.280	P=0.222 100.920	P=0.024 64.818
<u>ENTREPRISES A HAUTE TECHNOLOGIE</u>				
CONSTANTE	0.869	0.102	0.089	-0.116
ACTINST	-0.015 (0.592)	0.012 (2.987)	0.054 (3.569)	0.042 (3.018)
ADMINST	-0.125 (3.911)	-0.126 (0.589)	-0.102 (1.147)	0.096 (2.988)
CONC2	0.436 (0.817)	0.139 (1.126)	0.097 (4.589)	0.136 (4.329)
ACTIF	-0.010 (0.229)	-0.019 (0.987)	-0.014 (1.102)	0.006 (0.321)
R² de Cox et Snell	0.086	0.099	0.126	0.165
X² pour l'ajustement du modèle	6.693	7.832	11.420	13.846
-2 log de vraisemblance	P=0.138 99.665	P=0.098 95.057	P=0.022 95.207	P=0.008 92.781

Au vu des résultats des régressions orientées pour chacune des deux catégories de firmes (haute technologie et basse technologie), dans l'ensemble le pouvoir explicatif des modèles « les déterminants du DRHTI » a nettement changé par rapport aux résultats de l'analyse portant sur l'ensemble de l'échantillon et ceci quelle que soient les mesures de risque et d'horizon temporel utilisées.

Les modèles dégagent un bon pouvoir explicatif dans les entreprises de haute technologie par rapport aux entreprises de basse technologie. La préférence pour les investissements faiblement risqués (β risque) pour les firmes à basse technologie se manifeste très nettement lors de la présence massive des investisseurs institutionnels dans le capital. En effet, un fort effet négatif du pourcentage du capital détenu par les institutionnels est observé, dans les firmes de basse technologie, sur la probabilité de choix des investissements risqués. Par contre, il existe une relation positive et significative, dans les firmes de haute technologie, entre le % du capital détenu par les institutionnels et la probabilité de choix des investissements risqués. L'hétérogénéité du comportement des institutionnels selon l'intensité technologique de la firme peut expliquer cette observation. Ces derniers se comportent d'une façon active dans les firmes hautement technologiques et d'une façon passive dans les firmes de basse technologie. Pour le cas de la participation des institutionnels dans le conseil d'administration, aucune différence n'est observée dans les deux groupes de firmes.

Le coefficient associé à la variable (**ACTINST**) est négatif et significatif seulement dans les entreprises de basse technologie (le ratio Placement à long terme/ à court terme). Le coefficient lié à la variable **ADMINST** est négatif dans les entreprises de basse technologie et positif dans les firmes de haute technologie. Ce résultat divergent entre groupes d'entreprises, réaffirme¹ l'idée de comportement hétérogène des investisseurs institutionnels. Le comportement spéculatif et myope des institutionnels (comportement financier pur) n'est observé que dans le secteur de basse technologie. En revanche, dans les firmes hautement technologiques, les investisseurs institutionnels cherchent les investissements à long terme, et ils se comportent d'une manière moins passive. On peut en conclure que l'intensité technologique du secteur d'activité est variable modératrice de la myopie des investisseurs institutionnels.

Pour les deux groupes de firme, la concentration de la propriété est positivement liée avec le risque et l'horizon temporel des investissements, résultat analogue à celui observé pour l'ensemble des firmes. L'intensité technologique serait sans effet sur les actionnaires dominants.

¹ Voir le modèle 1 : les déterminants du degré de risque en fonction du secteur d'activité.

4.3 QUELQUES LIMITES DE LA RECHERCHE

Comme tout travail de recherche, celui-ci présente certaines limites. Tout d'abord, le pourcentage du capital détenu par les actionnaires ne correspond pas, convenablement, au pourcentage des droits de votes. Cette information est disponible pour les entreprises américaines, mais elle est indisponible pour les entreprises françaises (dans la période étudiée). Deuxièmement, le choix des mesures du DRHTI est sans doute à affiner. La volonté de retenir les variables utilisées par les études américaines pour favoriser la comparaison des résultats a conduit à reproduire les défauts de ces études. Ces limites ne doivent cependant pas dissimuler les nombreux résultats contextuels et inédits qui ont été obtenus. En effet, les études relatives à ce sujet sont rares, sur le marché français alors que le risque et l'horizon temporel des investissements est un des éléments clés de la performance, de l'innovation et de la compétitivité des firmes. L'originalité de la démarche retenue ne tient pas uniquement à la révision opérée sur certaines hypothèses déjà testées dans le contexte anglo-saxon, mais surtout à la prise en compte simultanée de plusieurs relations qui intègrent, aussi, le poids des actionnaires dominants et des institutionnels qui occupent des sièges dans le conseil d'administration des firmes françaises durant la fin de la décennie 1990, caractérisée par une montée exemplaire de ces derniers acteurs.

Comme pour toutes les études de cette nature, l'attention s'est portée sur une partie d'un processus qui est en fait dépendant de nombreux paramètres. D'autres facteurs - les systèmes de rémunération et de primes des dirigeants, les systèmes d'intéressement réservés aux cadres ont indexé le niveau de rémunération de ces derniers sur les bénéfices à court terme, et non sur la création de valeur à long terme la composition du conseil d'administration, les autres catégories d'actionnaires, le niveau d'endettement, la stratégie d'enracinement des dirigeants, les systèmes d'évaluation des nouveaux investissements- sont de nature à affecter le comportement des firmes en matière de choix des investissements.

5 - CONCLUSION

Cet examen empirique dans le contexte français offre un cadre intéressant dans la mesure où l'environnement institutionnel (système de gouvernance hybride) diffère des études précédentes menées dans le contexte anglo-saxon (système de gouvernance orienté marché). Cette étude contribue à la littérature existante en proposant d'une part un éclairage sur les motivations, les perceptions et les comportements des actionnaires en France, et d'autre par elle offre

l'opportunité de confronter les résultats antérieurs avec ceux de la présente étude, et ainsi de chercher à identifier un certain nombre de conformité quel soit le contexte de l'étude.

Certains systèmes de contrôle (contrôle par les institutionnels et les actionnaires dominants) en vigueur en France peuvent influencer la conduite de comportement des dirigeants en matière de choix de la nature des investissements (DRHTI). En effet, la montée en puissance des investisseurs institutionnels, durant la fin des années 1990, tant aux États-Unis qu'en France, s'est accompagnée de la formulation d'attentes nouvelles et de plus en plus pressantes sur différentes dimensions du gouvernement d'entreprise, attentes qui peuvent toutes être rapportées à l'objectif du couple risque/horizon temporel.

Globalement l'étude apporte une autre confirmation empirique ; en France la présence des investisseurs institutionnels dans le capital et le conseil d'administration a un effet négatif sur le DRHTI (thèse de comportement myopique). Les investisseurs institutionnels, généralement accusés de faire pression sur les dirigeants des entreprises pour les amener à privilégier les investissements faiblement risqués, décourageant ainsi les investissements à long terme.

De même, il apparait un rapport positif entre la concentration du capital, le degré de risque $\beta_{\text{systematique}}$ et l'horizon temporel des investissements. Ceci prouve que les actionnaires dominants ont réussi, au moins partiellement, à résoudre les problèmes de conflits d'intérêts en matière de ces deux grandeurs d'investissement.

La segmentation de l'échantillon par secteur d'activité montre que le comportement des investisseurs institutionnels est hétérogène selon l'intensité technologique. Ces derniers se comportent d'une manière passive (investissement faiblement risqué et à court terme c'est à dire un comportement financier pur) dans les firmes de basse technologie, alors qu'ils se comportent d'une façon plus active dans les firmes de haute technologie où ils encouragent la firme à investir en actifs risqués et à long terme. La thèse de comportement myopique des investisseurs institutionnels n'est confirmée que des entreprises de basse technologie. Cette hétérogénéité de comportement peut corroborer, semble-t-il, la thèse de l'efficience. Par contre, la relation entre degré de concentration de la propriété et le DRHTI n'est pas sensible à l'intensité technologique. Finalement, le modèle offre un pouvoir explicatif plus important dans les entreprises de haute technologie.

Cette étude apporte une confirmation qui présente de nombreuses pistes de développement. Le caractère mitigé de certains résultats prouve que les actionnaires et les institutionnels en particuliers sont loin de former des groupes homogènes. Il convient d'orienter

désormais les recherches vers une plus grande finesse dans la détermination de groupes au comportement de détention plus homogènes, tout en étant conscient que les stratégies de détention font souvent l'objet de beaucoup de discrétion.

BIBLIOGRAPHIES

1. Aglietta, M., (1997), «*Régulation et crises du capitalisme* », Coll. Opus, Odile Jacob, Paris
2. Agrawal.A et Mandelker G (1992), « Shark repellents and the role of institutional investors in corporate governance », *Managerial and Decision Economics*, vol13, pp15-22.
3. Alexandre, H.et Paquerot M. (2000). « Efficacité des Structures de Contrôle et Enracinement des Dirigeants », *Finance Contrôle Stratégie*, vol 3, n°2, Juin, pp 5-29.
4. Amihud, Y et Lev. B (1981), « Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers », *Bell journal of Economic* vol 12, pp 605-617.
5. Amit, R et Wernerfelt B (1990), « Why do firms reduce Business Risk? », *Academy of Management Journal*, vol 33, pp 520-533.
6. Anderson, R.C, Bates.T.W, Bizjak.J.M, et Lemmon.M.L (2000), « Corporate governance and firm diversification », *Financial Management*, Spring, pp 5-22.
7. Anderson.M et Fraser.A.P (2000), « Corporate control, bank risk taking, and the health of the banking industry », *Journal of Banking and Finance* vol 24, pp 1383-1398.
8. Aoki, M (1984), « The co-operative game theory of the firm », Oxford university press.
9. Badrinath S.G et Wahal S (2002), « Momentum trading by institutions », *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 2449-2478.
10. Bang M.M et De Bondt W.F.M (1998), « R&D budgets and corporate earnings targets », *Journal of Corporate Finance*, vol. 4, pp. 153-184.
11. Baudru, D et Kéchidi M. (1998), « Les investisseurs institutionnels étrangers, vers la fin du capitalisme à la française » *Revue D'économie Financière*, Juillet, pp 67-77.
12. Baysinger B.D; Kosnik R.D et Turk T.A; (1991), « Effects of ownership structure on corporate R&D strategy », *Academy of Management Journal*, vol. 34, pp. 205-214.
13. 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.
14. Bizjack.J, Brickely.J et Coles.J (1993), « Stock based incentive compensation and investment behaviour », *Journal of Accounting and Economics*, vol 16, pp 349-372.
15. Black, B.S. (1990), « Shareholder passivity re-examined », *Michigan Law Review*, vol 89, December, pp 520-608.
16. Brickely, J.A., Lease, R.C. et Smith, C.W. (1988), « Ownership structure and voting on antitakeover amendments », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp 267-291.
17. Bushee B.J; (1998), "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior", *Accounting Review*, vol. 73, p. 305-333.
18. Charreaux, G et Pitol-Beli,n J.P (1992), « Le Conseil d'administration », *Revue Française de Gestion*, janvier-février, pp 84-92.
19. Chauvin, K W et Hirschey (1993), « Advertising, R&D expenditures and the market value of the firm », *Financial Management*, winter p128.
20. Collin, S.O et Bengtsson.L (2000), « Corporate governance and strategy: a test of the association between structures and diversification on Swedish data », *Corporate Governance*, vol 8, n°2, avril, pp 154-165.
21. Dechow, P.M et Sloan, R.G (1991) « Executive incentive and the horizon problem », *Journal of Accounting and Economics*, vol 14, pp 51-89
22. Demargny F, (1991), « les investisseurs institutionnels : des actionnaires neutres », *Revue D'économie Financière*, numéro d'hiver.
23. Denis DJ, Denis DK, et Sarin.A (1997), « Agency problems, equity ownership, and corporate diversification », *The Journal Of Finance* vol 52 n°1 pp 135-160.
24. Djelassi M (1996), « Structure de propriété, relation d'agence, et performance des firmes françaises cotées », *Journal de la Société de Statistique de Paris*, tome 137, n°3, pp51-77.

25. Drucker. P.E (1986), « To end the raiding roulette game » *Across The Board* vol 25 n°3, pp 30-39
26. Eng L.L et Shackell M; (2001), «The implications of long term performance plans and institutional ownership for firm's research and development expenses», *Journal of Accounting Auditing and finance*, Vol. 16, pp. 117-139.
27. Evard Y, Pras B et Roux E (1993), «Market : Etudes et recherches en marketing :Fondements et méthodes, Dunod.
28. Flannery.M et James.C (1984), «The effect of interest rate changes on the common stock returns of financial institutions», *Journal of Finance* vol 39.pp 1141-1153.
29. Galbraith, C et Merrill.G (1991), «The effect of compensation program and structure on SBU competitive strategy», *Strategic Management Journal*, vol 12, pp 353-370.
30. Gaspar JM, Massa M., Matos P., “ shareholder investment horizons and the market for corporate control”, *Journal of financial economics*, à paraître
31. Gilson, S.C. (1990), « Bankruptcy, boards, banks, and blockholders », *Journal of Financial Economics*, vol 27, pp 355-387.
32. Giroud P N (2001), « La prise de pouvoir des institutionnels vers de nouveau capitalismes? », *Revue Economie et Société*.Vol 36 n°5, pp 721-746.
33. Gompers, P.A. et A. Metrick (1998), «How are large Institutions different from other investors ? Why do these Differences Matter? » *SSRN Working Paper*
34. Graves, S.B (1988), « Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry», *Academy of Management Journal*,vol 31, pp 417-428.
35. Hansen, G et Hill, C. (1991), « Are institutional investors myopic? A times-study of four technology-driven industries», *Strategic Management Journal*, vol 12, pp 1-16
36. Hassell.JM et Jennings R.H (1986), «Relative forecast accuracy and the timing of earnings forecast announcements», *Accounting Review* n°61.pp 58-75.
37. Heard, J.E et Sherman.H.D (1987), « Conflicts of interest in the proxy voting system », in Kochhar R et David P (1996), "Institutional Investors and firm Innovation", *Strategic Management Journal*, vol 17,pp 457-466.
38. Hill, C.W et Snell, S.A. (1988), « External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries », *Strategic Management Journal*, vol 9, n°6, nov-déc, pp 577-590.
39. Hoskisson R.E; Hitt M.A; Johnson R.A et Grossman W (2002), «Conflicting voices: the effects of ownership heterogeneity and international governance on corporate strategy», *Academy of Management Journal*, vol. 45, pp 697-716.
40. Hoskisson, R.E et Hitt, M.A. (1988), « Strategic control systems and relative R & D investment in large multiproduct firms », *Strategic Management Journal*, vol 9, n°6, nov-déc, pp 605-621.
41. Hoskisson, R.E, Hitt M.A, et Hill.C.W (1991), «Managerial risk taking in diversified firms: an evolutionary perspective», *Organization science*, vol 2 n°3, pp 296-314.
42. Jacobs, M.T (1991), «Short tem America: the causes and cures of our business myopia», Harvard univ press, Cambridge.
43. Jarrell, G.A., Lehn, K. et Marr, W. (1985),« Institutional ownership, tender offers, and long-term investments, Washington D.C.: Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission
44. Jeffers E et Plihon D. (2001), «Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises ”, *Revue d'Economie Financière*», n°63, pp 137-152.
45. Jensen, G. R., Solberg D. P. et Zorn T. S (1992), «Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies», *Journal of financial and quantitative analysis*, vol. 27, n°2, pp. 247-263.

46. Jensen, M.C., (1988), «The take-over controversy: analysis and evidence», In J.C. Coffee, Jr, L. Lowenstein and. Rose-Ackerman (eds.), *Knights, Raiders, and Targets*, Oxford University Press, New York, 1988, pp. 305-360.
47. Kochhar, R et David, P (1996), «Institutional investors and firm innovation», *Strategic Management Journal*, vol 17, pp 457-466.
48. Laverty k; (1996), "Economics short terminism : the debate, the unresolved issues and implications for management practice and research", *Academy of Management Review*, vol. 21, p. 825-860
49. Macey.J.R, et Miller.G.P (1997), « Universal banks are not answer to America's corporate governance 'problem': a look at Germany, Japan, and the U.S. », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol 9 n°4.pp 57-73.
50. MacIntosh.G.J et Schwartz P.S (1995), « les institutionnels et les actionnaires dominants font-ils augmenter la valeur de l'entreprise», *Revue Finéco*, vol5 n°1 et 2, pp105-117.
51. Mayer, C (1996), «Gouvernement des entreprises, concurrence et performance», *Revue Economique*, n°27, pp 7-37.
52. Mtanios R., Paquerot M. (1999), « Structure de propriété et sous-performance des firmes :une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché », *Finance Contrôle Stratégie*, décembre – Vole 2, N° 4, décembre,p p. 157 – 179.
53. Narayanan, M.P (1985), « Managerial Incentives for Short-term Results », *Journal of Finance*, Vol.40, n°5, December, pp1469-1484.
54. Narayanan, M.P (1996), « Form compensation and managerial decision horizon », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol 31, n°4 december, pp 467-493.
55. OCDE (1997), « *Etudes économiques de l'OCDE: France* », Paris: OCDE
56. Porter, M.E (1992a), « Capital disadvantage: America's Failing Capital Investment System», *Harvard Business Review*. Vol 76 pp 65-82.
57. Ravenscraft, D et Scherer. FM (1982), « The lag structure of returns of research and development», *Applied economics* vol 14, n°6, pp 603-620.
58. Sangster, A (1993), « Capital investment appraisal technique: a survey of current usage », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol 20 n°3 pp 307-332.
59. Sheard p (1991), « The role of the firm organization in the adjustment of a declining industry in Japan: the case of aluminium », *Journal of Japanese and international economy*, vol 5, n°1, pp.14-40.
60. Wahal S et MC Connell J.J; (2000), "Do institutional investors exacerbate managerial myopia?" *Journal of corporate Finance*, n°6, p. 307-329
61. Wright,.P Ferris.S, Sarin.A,et -Awasthi.V (1996), « Impact of corporate insider, block holder, and institutional equity ownership on firm risk taking », *Academy of Management Journal* vol 39 n° 2, pp441-463.
62. Zahra, S.A (1996), «Governance, ownership and corporate entrepreneurship: the moderating impact of industry technological opportunities» *Academy of Management Journal*, vol 39, n° 6.pp 1713-1735