

# L'influence des investisseurs institutionnels sur la politique d'investissement des groupes européens

---

Par Hervé Campo professeur

Professeur - Ecole Supérieure de Commerce Groupe ESCPAU

## Résumé

---

La montée en puissance des investisseurs institutionnels dans le capital des groupes européens depuis une vingtaine d'années pose la question des conséquences du poids financier considérable qu'ont pris ces acteurs. La critique de myopie (ou de court-termisme) dont les investisseurs institutionnels font l'objet, conduit logiquement à la problématique d'une influence de court-terme de leur part sur les structures productives. Cette relation fait l'objet d'une controverse majeure puisque, en toile de fond, s'inscrit le débat de la primauté ou non de la logique financière sur la logique industrielle. La politique d'investissement des groupes est au cœur de ce débat qui oppose principalement le court-terme au long terme.

Ce papier teste l'hypothèse d'une influence directe des investisseurs institutionnels sur la politique d'investissement des groupes européens qui ne se réduit pas au court-terme. L'étude est centrée sur la totalité des investisseurs institutionnels présents dans le capital de grands groupes européens cotés, de 1997 à 2002. En outre, l'influence comparée des investisseurs institutionnels allemands, américains, britanniques et français fait l'objet d'une attention particulière.

Les résultats valident notre hypothèse et montrent que le sens de cette influence dépend de seuils de détention des investisseurs institutionnels dans le capital des groupes. Ces résultats témoignent plus d'une imbrication des deux logiques financières et industrielles s'inscrivant dans la durée, que du seul primat de la logique financière sur la logique industrielle à court-terme.

# Introduction

---

Le développement spectaculaire des investisseurs institutionnels dans le capital des groupes conduit à l'émergence de nouveaux principes de gestion, qui ont été qualifiés de « véritable révolution » dans la gestion du capital des firmes (Morin, 1998). La finance et ses acteurs sont considérés comme un pouvoir autonome qui impulse des normes de gestion dans les groupes (Orléan, 1999). La relation entre le court-termisme des investisseurs institutionnels et la politique d'investissement des groupes renvoie à la question plus large d'une gouvernance par les marchés financiers qui entraînerait des comportements court-termistes. Les systèmes de gouvernance reposant sur les marchés financiers constituent explicitement ou implicitement, le pôle commun à quasiment toutes les typologies de modèles nationaux : systèmes ouverts / systèmes fermés, systèmes orientés-marchés / systèmes- orientés réseaux, systèmes orientés-marchés / systèmes orientés banques... À des degrés divers, le rôle des marchés boursiers tend à s'affirmer dans l'ensemble des pays industrialisés, y compris dans ceux où prédomine traditionnellement l'intermédiation financière. De ce fait, l'influence des marchés boursiers est à l'origine d'un débat qui prévaut au sein de l'ensemble des économies libérales. De nombreux modèles théoriques ont tenté de montrer l'incidence court-termiste de la gouvernance par les marchés financiers. Froot et al. (1992) estiment que trois conditions sont nécessaires pour conclure à une incidence court-termiste des marchés financiers : les dirigeants se préoccupent de l'évolution des cours boursiers à court-terme, il existe une asymétrie d'information entre dirigeants et actionnaires et les cours boursiers sont influencés par le niveau et l'évolution des profits à court-terme. Ces trois conditions constituent les trois hypothèses fondamentales communes à la plupart des modèles qui décrivent l'incidence court-termiste des marchés financiers. Dans cette perspective les modèles se différencient principalement par la justification qu'ils apportent à l'une ou l'autre de ces trois hypothèses fondamentales (Garaudel, 2003). Nous considérons à travers la terminologie unique « investisseurs institutionnels », l'ensemble des acteurs qui interviennent sur le marché de la gestion collective. Cette définition nous conduit à classer cet ensemble en 5 catégories d'intervenants : les fonds de pension (*pension funds*), les organismes de placement collectifs (*mutual funds*), les banques et les compagnies d'assurance (*banks and insurance companies*), les sociétés de gestion (*investment advisors*). Une dernière catégorie plus marginale est représentée par les fonds spéculatifs (*hedge funds*).

La relation entre les investisseurs institutionnels et la politique d'investissement des entreprises fait l'objet d'une controverse majeure puisque, en toile de fond, s'inscrit le débat de la primauté ou non d'une logique financière sur la logique industrielle. La problématique de la relation entre investisseurs institutionnels et les dépenses en investissement des firmes, est au cœur du débat sur l'influence « court-termiste » de ces acteurs sur les entreprises dans lesquelles ils détiennent des participations. Ce débat oppose principalement le court-terme (la création de valeur quasi-immédiate) au long terme (les fondamentaux de l'entreprise). La politique d'investissement à travers ses deux dimensions, de renouvellement et de développement traduit la capacité de l'entreprise à s'assurer un futur. Dans le cadre de cette controverse, cet article propose un éclairage de l'existence d'une influence de la présence des investisseurs institutionnels sur la politique d'investissement des groupes européens.

Après une revue de la littérature et des résultats des travaux empiriques, l'étude menée ici teste l'influence de la présence des investisseurs institutionnels sur la politique d'investissement d'un échantillon de groupes européens cotés au NYSE sur la période 1997-2003. La présence de ces acteurs est analysée selon deux dimensions : un effet « concentration » et un effet « nationalité ». En conclusion, les résultats obtenus montrent que la question de l'influence de ces acteurs sur les groupes dépasse la simple opposition du court-terme / long terme. Cette influence s'inscrit dans la durée.

# 1. Les trois points de vue et les résultats empiriques

---

## 1.1. Les trois points de vue

---

L'appréhension de la relation entre les investisseurs institutionnels et la politique d'investissement des groupes est effectuée par la littérature selon trois points de vue principaux : le point de vue de la « myopie » des investisseurs, le point de vue de l'investisseur « supérieur », et le point de vue de l'investisseur « actif ».

### 1. Le point de vue de la « myopie » des investisseurs institutionnels

Ce point de vue concerne les incitations des gérants institutionnels à rechercher des performances à court-terme : les investisseurs institutionnels étant jugés sur les performances à court-terme de leur portefeuille font pression sur les dirigeants pour qu'ils privilégient un horizon de court-terme, au détriment d'une recherche de performance à long terme. Cette approche considère que les investisseurs institutionnels sont « myopes » ou « court-termistes ». Dans cette optique, Lowenstein (1988) souligne que c'est cette « quête » de la performance à court-terme qui conduit les gérants de fonds à des stratégies agressives au détriment des stratégies d'investissement reposant sur les fondamentaux de l'entreprise. Dans la même idée, Graves et Waddock (1990) soulignent la concurrence extrême qui existe sur le marché de la gestion collective. De nombreux auteurs ont critiqué ce comportement court-termiste des investisseurs institutionnels. Les investisseurs institutionnels sont soupçonnés de se focaliser sur des mesures financières de la performance qui sont les plus aisément quantifiables. Ils se comportent comme des arbitragistes et « battent » ou font tourner fréquemment leur portefeuille, afin de capitaliser le plus de gains possibles à court-terme (Shleifer et Vishny, 1990). Coffee (1991), à partir d'un échantillon de fonds de pension et de gérants de fonds a observé que 90% de ces acteurs effectuent tous les trimestres, un contrôle ou une révision des résultats qui sont obtenus par leurs gestionnaires externes. Shiller et al. (1990) ont souligné que certains gérants de fonds sont évalués selon la règle des 12 / 24 : cette règle consiste à révoquer les gérants qui ont réalisé une performance de 12 % inférieure sur une durée de 24 mois à celle de l'indice S&P 500. C'est ce mode de contrôle qui est en cause, car il incite les gérants à faire pression sur les dirigeants, pour qu'ils adoptent des décisions de gestion visant à obtenir une rentabilité de très court-terme du cours de l'action. Dans ce cadre, le mode d'évaluation des investisseurs institutionnels exacerbe l'impatience des investisseurs individuels des Etats-Unis. Cette conception agrège les deux phénomènes qui se renforcent mutuellement. Un autre argument avancé considère qu'au-delà des contraintes auxquels ils sont soumis, les gérants de fonds n'auraient pas les moyens de prendre leurs décisions d'investissement sur un horizon plus long (Drucker, (1986) ; Mitroff, (1987) ; Porter (1992)). Ces investisseurs n'ont pas accès à l'information spécifique de chaque firme, et rencontrent ainsi des difficultés dans l'évaluation de la valeur à long terme des firmes (Porter, 1990). L'ensemble de ces arguments suggère qu'au lieu de rechercher une création de valeur à long terme des investissements qu'ils effectuent, les investisseurs institutionnels préfèrent tirer profits de portefeuilles fuyants, par le jeu de la valorisation ou de la dévalorisation du cours des actions, ceci même lorsque ces variations sont temporaires (Loesher, 1984). Une conséquence importante de ce comportement court-termiste des investisseurs institutionnels est de conduire les dirigeants des firmes à privilégier une orientation de court-terme. Si les investisseurs institutionnels disposent de détentions importantes dans un groupe à performance faible dans la durée, le cours de l'action, par voie de conséquence va décliner et transformer le groupe en cible attractive pour un acquéreur potentiel (Jarrel et al. (1988), Shleifer et Vishny (1990). Ainsi, afin de maintenir les cours des actions à un niveau élevé, les dirigeants peuvent être obligés de réduire ou de ne pas effectuer les investissements de long terme indispensables mais risqués (telles que les dépenses dans des activités innovantes (Abernathy et Hayes (1980)). Selon ce point

de vue qui considère les investisseurs institutionnels comme des « investisseurs myopes », la détention institutionnelle et l'innovation des entreprises sont négativement corrélées.

Cependant, si l'on poursuit cette hypothèse de « myopie », si les investisseurs institutionnels ne préfèrent pas les firmes qui investissent dans des gains à long terme, alors ils sous évaluent systématiquement les gains attendus (Jarrel et al. (1985), Jensen (1988)). Les autres actionnaires qui eux sont rationnels, évaluent les entreprises selon l'information publique et ne désapprouvent pas nécessairement les dépenses susceptibles d'augmenter la valeur dans le long terme. Les actionnaires importants tendent à évaluer plus prudemment les différentes alternatives et prennent logiquement de meilleures décisions d'investissement (Aoki, 1984). Ce point de vue de la « myopie » sous-tend un comportement irrationnel des investisseurs institutionnels. Cette vision est contestée notamment par ceux qui considèrent les investisseurs institutionnels comme des « investisseurs supérieurs ».

## **2. La vision de l'investisseur institutionnel comme un « investisseur supérieur »**

Cette approche directement opposée à celle de la myopie repose principalement sur la prise en compte de l'avantage informationnel et sur la compétence des investisseurs institutionnels. Les tenants de ce point de vue effectuent une distinction comparative, voire une séparation entre les investisseurs institutionnels et les investisseurs individuels. Les investisseurs institutionnels investissent à long terme et détiennent des parts de capital significatives. Ils sont incités à assumer des coûts de surveillance pour contrôler que l'entreprise ne va pas abandonner des projets d'investissement en Recherche et Développement, au profit d'objectifs de résultats à court-terme (Dobrzynski (1993) ; Monks et Minow (1995)). Dans cette perspective, les investisseurs institutionnels jugent moins les décisions des dirigeants sur le seul critère du profit à court-terme, comme le font les investisseurs individuels ou particuliers. Cette approche considère que les investisseurs institutionnels disposent à la fois des compétences et de l'information qui leur permettent d'évaluer les projets d'investissement et d'accompagner le financement du développement des entreprises. C'est ce point de vue qui traduit l'hypothèse « d'investisseur supérieur » (David et Kochar, 1996). Les acteurs investisseurs institutionnels sont même qualifiés de « bons investisseurs » en recherchant des revenus de leurs investissements sur le long terme. Ces investisseurs ont la capacité de rechercher et d'investir dans des firmes plus innovantes (Allen (1993a et 1993b) ; Jarrel et al (1985) ; Jensen (1988)). Par leur fort développement, les investisseurs institutionnels bénéficient d'économies d'échelle dans l'évaluation des investissements et possèdent ainsi de meilleures connaissances sur le marché que les investisseurs individuels (Black, 1992). Dans cette perspective, ils sont stimulés pour mener une évaluation minutieuse des bénéfices envisageables à long terme, plutôt que sur le gain à court-terme induit par les fluctuations des cours. En ce sens, les dirigeants d'entreprises ne redoutent pas les variations de cours induites par des variations temporaires des détentions institutionnelles, et ne sont pas effrayés pour investir dans des activités innovantes. Ce point de vue qui considère que les investisseurs institutionnels analysent l'information plus minutieusement avant d'adopter des décisions d'investissement, et disposent d'un meilleur jugement, constitue le fondement de l'hypothèse de l'investisseur « supérieur ». Dans cet esprit, les investisseurs institutionnels apparaissent comme un « tampon » entre l'impatience naturelle des investisseurs individuels et les dirigeants de l'entreprise (Wahal et Mc Connell, 2000). La domination croissante des institutionnels sur les marchés de capitaux se traduit par l'augmentation de leur poids et la concentration de leurs détentions dans de nombreuses organisations. Une conséquence de ce phénomène est que les investisseurs institutionnels doivent diversifier leurs portefeuilles en détenant des titres dans de nombreuses firmes. Cependant lorsqu'ils souhaitent adopter une stratégie de gestion de portefeuille « active », ils sont confrontés à deux problèmes saillants :

- la vente en blocs de titres induit une chute substantielle des cours, ce qui rend potentiellement cette vente non attractive (Aoki, 1984). Autrement dit, les investisseurs institutionnels ne sont pas « atomisés » par nature, leurs actions affectent le marché ;
- même s'ils s'arrangent pour liquider leurs détentions dans une firme, de nouvelles opportunités profitables seront éclipsées dans la mesure où le portefeuille des institutionnels tend déjà à être bien diversifié (Gilson et Kraakman, 1991).

La perte potentielle de valeur et l'incapacité de trouver de nouveaux investissements imposent un cadre problématique à cette « sortie » (Hirshman, 1970). Dans le débat qui oppose ces deux conceptions directement opposées, s'insère une troisième approche qui considère les investisseurs institutionnels comme des investisseurs « actifs ».

### 3. Le point de vue de « l'investisseur actif »

Ce troisième point de vue de « l'investisseur actif » est notamment défendu par Jensen (1991 et 1993). L'idée centrale repose sur la conception que les investisseurs institutionnels ne sélectionnent pas nécessairement les entreprises qui font de grandes démonstrations d'innovations, mais les influenceraient pour développer leur innovation. Dans un tel scénario, les institutionnels peuvent être motivés à utiliser leurs « voix » pour influencer les décisions des dirigeants dans le sens d'une augmentation de valeur de la firme. Ainsi, les investisseurs institutionnels sont étroitement impliqués dans la surveillance des dirigeants de la firme. Puisque ces investisseurs « actifs » ne peuvent aisément « désinvestir » leurs détentions sur un horizon court, ils doivent être enclins à encourager les investissements pour les firmes qui sont potentiellement bénéficiaires sur le long terme. Par conséquent selon cette l'hypothèse de « l'investisseur actif » la détention institutionnelle et l'innovation des firmes sont positivement corrélées. En substance, l'hypothèse de myopie des investisseurs avance que les institutionnels recherchent des gains à court-terme de leurs investissements, ce qui conduit les firmes à adopter un horizon de court-terme. Dans cette optique, les investisseurs institutionnels exerceraient notamment une influence négative sur le taux de Recherche et Développement des groupes (d'importants montants consacrés à la Recherche et Développement traduisent un horizon de long terme). Dans la même logique, les investisseurs institutionnels exercent une influence négative sur les montants consacrés aux immobilisations corporelles. L'hypothèse « d'investisseurs supérieurs » considère que les institutionnels sont capables de mieux repérer les firmes ayant un plus grand potentiel de valeur, défini par la capacité d'innovation. Leur avantage informationnel et leur compétence leur permettent d'investir à long terme et de contrôler les entreprises. De ce point de vue, la relation entre investisseurs institutionnels et la Recherche et Développement des groupes est positive. Enfin, l'hypothèse de « l'investisseur actif » sous-tend que les institutionnels ne sélectionnent pas nécessairement les firmes qui démontrent de plus grandes innovations, mais les influencent activement dans la voie d'une recherche de l'innovation. L'influence prend le pas dans cette approche, sur une conception de « simples investisseurs » dans des firmes plus innovantes. Ce dernier point de vue considère également que les investisseurs institutionnels exercent une influence positive sur la Recherche et Développement.

## 1.2. Les résultats empiriques

---

L'ensemble des études, vise à mettre en lumière quelle est entre les deux conceptions, court-termiste et long-termiste, celle qui se dégage sur le plan empirique. Plusieurs études ont étudié la relation entre la détention institutionnelle et les dépenses en Recherche et Développement. Une seule étude à notre connaissance, celle de Graves (1988), a validé l'hypothèse de myopie : cet auteur, se limitant au secteur de l'informatique a constaté une relation négative entre la détention institutionnelle et l'intensité en Recherche et Développement. À contrario, de nombreuses études ont mis en avant une relation positive. Jarrell et al (1985) en utilisant des régressions linéaires, ont observé sur un échantillon de 324 entreprises, une relation positive et significative entre les deux variables. Ces auteurs rejettent l'hypothèse selon laquelle les investisseurs institutionnels entraînent une diminution des dépenses de Recherche et Développement. Une autre étude menée par Baysinger et al. (1991), sur un échantillon de 174 entreprises a mis en évidence une relation positive entre la détention institutionnelle et les dépenses en Recherche et Développement. Cette relation positive a également été mise en avant par Hansen et Hill (1991), sur un échantillon portant sur quatre secteurs industriels. Par ailleurs, dans un

contexte de déclin des résultats de l'entreprise, Bushee (1998) a étudié le lien entre la détention institutionnelle et le comportement des dirigeants vis à vis des dépenses en Recherche et Développement. Les résultats montrent une relation négative entre la détention institutionnelle et la réduction des dépenses en Recherche et Développement. Suite à un déclin des profits, lorsque les investisseurs institutionnels sont présents de façon importante dans le capital de l'entreprise, les dirigeants ont moins tendance à diminuer les dépenses en Recherche et Développement. Suite à un déclin des profits lorsque les investisseurs institutionnels sont présents de façon importante dans le capital de l'entreprise, les dirigeants ont moins tendance à diminuer les dépenses en Recherche et Développement. Ce résultat abonde dans le sens d'une surveillance effective des institutionnels qui favorise les perspectives de long terme dans les décisions des dirigeants. Cependant, une des hypothèses implicites aux travaux de Bushee (1998), est de considérer que le degré de dépenses en Recherche et Développement des entreprises est « optimal » : l'hypothèse que les investisseurs institutionnels pourraient sélectionner des entreprises ayant de faibles dépenses en Recherche et Développement est écartée. Or sous cet angle, il pourrait sembler cohérent que dans un contexte de diminution des profits, ces entreprises ne réduisent pas les dépenses en Recherche et Développement de façon importante. Sous cette hypothèse, les investisseurs institutionnels sélectionnant les entreprises qui consacrent un faible niveau de Recherche et Développement, exerceraient des pressions en faveur du court-termisme, par opposition aux résultats dégagés par Bushee (1998). Face à cette limite, Bushee (2001) centre sa recherche sur les critères de choix des investisseurs institutionnels, notamment sur leur manière de sélectionner des titres dont le prix incorpore plus ou moins fortement les bénéfiques à court ou long terme. Deux typologies sont élaborées :

**A** - la première vise à appréhender l'horizon d'investissement des investisseurs institutionnels à l'aide des critères turn-over (faible ou élevé) et des portefeuilles plus ou moins diversifiés (faible, moyenne, forte) ;

**B** - la deuxième typologie repose, dans le même esprit que les travaux de Del Guercio (1996), sur la graduation du devoir de prudence auxquels sont soumis les investisseurs institutionnels. Prenant en compte à l'instar de O'Barr et Conlie (1992), le fait que la justice et les clients des fonds de pension portent une attention particulière sur les derniers bénéfiques réalisés par les sociétés en portefeuille, Bushee (2001) pose l'hypothèse que lorsque le devoir de prudence est strict, les investisseurs institutionnels vont privilégier les actions dont la valeur repose fortement sur les bénéfiques à court-terme. L'auteur constate que les investisseurs qui ont un horizon d'investissement le plus court préfèrent les entreprises dont la valeur est fortement déterminée par des bénéfiques élevés à court-terme (plutôt que les entreprises dont la valeur est fortement déterminée par des bénéfiques attendus à long terme). Ces résultats sont confirmés par une analyse de l'influence de chaque catégorie d'investisseur sur les composantes du prix de l'action. Cet auteur observe que la catégorie investisseurs institutionnels dans son ensemble (c'est à dire considérée de façon homogène) détient d'autant plus de participations que les dépenses en Recherche et Développement sont importantes. Cependant, Wahal et Mc Connell (2000) soulignent que l'ensemble de ces travaux empiriques fait abstraction d'une éventuelle endogénéité des variables. Autrement dit, prendre en compte l'endogénéité de ces variables, consiste à vérifier que la relation positive mise en avant entre détention institutionnelle et dépenses en Recherche et Développement, n'a pas pour origine une pratique des investisseurs institutionnels à acheter des titres d'entreprises ayant des dépenses de Recherche et Développement élevées. Dans cette idée, ces auteurs ont intégré cette éventualité dans leur analyse de la relation entre détention institutionnelle et le niveau de l'investissement et la Recherche et Développement :

- dans un premier temps les tests effectués sur un échantillon de 2500 entreprises sur la période 1988-1994 montrent une relation positive et significative au seuil de 1%, entre les dépenses en équipement et les dépenses en Recherche et Développement. Ils mettent ainsi en avant une relation causale positive entre les détentions des investisseurs institutionnels et les dépenses d'investissement et de Recherche et Développement des entreprises.
- ensuite, ces chercheurs ont centré leur analyse sur les variations de détentions institution-

nelles (entre t-2 et t-1) et les variations d'équipement et de Recherche et Développement (entre t-1 et t). Ils observent qu'une variation positive de la détention des institutionnels l'année précédente, se traduit l'année suivante par une variation positive et significative des dépenses en équipement (et par une variation positive mais non significative des dépenses en Recherche et Développement). À l'instar de Bushee (1998), ils prennent en compte la variable du *turn-over* des investisseurs institutionnels : ils partitionnent le *turn over* en quintiles, puis intègrent chaque quintile comme variable indépendante muette. Leur régression donne pour résultats, pour les trois premiers quintiles, des coefficients négatifs non significatifs et, pour les deux derniers quintiles, des coefficients positifs et significatifs. L'interprétation d'ensemble de cette recherche est de rejeter l'hypothèse selon laquelle les investisseurs institutionnels qui pratiquent une gestion active favoriseraient une optique de court-terme de la part de la direction des entreprises. À la suite de ces travaux, la prise en compte de l'endogénéité des variables dans ce type d'études a été progressivement intégrée.

Cependant, la distinction entre l'hypothèse d'investisseurs supérieurs et d'investisseurs actifs n'est pas clairement identifiée. Jarrel et al (1985) ont trouvé que les variations de détentions des investisseurs institutionnels n'étaient pas associées à des variations de dépenses en Recherche et Développement : l'interprétation de ce résultat est que les institutionnels n'exercent pas d'influence sur l'innovation des firmes. Leur résultat suggère même que ces investisseurs sont capables d'investir dans des firmes plus innovantes par nature, et sont des investisseurs supérieurs. Hansen et Hill (1991) ont suggéré que la relation positive obtenue dans ces travaux pouvait à la fois fournir un matériau à chacune des deux hypothèses « investisseurs supérieurs » et « investisseurs actifs ». Il doit être précisé cependant que la relation obtenue est marginalement significative sur un plan statistique. Par ailleurs, David et Kochar (1996) sur un échantillon de 135 firmes cotées aux Etats-Unis intervenant dans plusieurs secteurs d'activités, ont validé l'hypothèse d'investisseurs actifs (et ont invalidé les deux hypothèses de myopie et d'investisseur supérieur). Rajgopal et al. (1999) ont également rejeté l'hypothèse d'une pression exercée par les investisseurs institutionnels sur les bénéfices à court-terme des entreprises dans lesquelles ils détiennent une participation. Ils rejettent également l'hypothèse que cette pression de la part des investisseurs institutionnels incite les dirigeants des entreprises à manipuler leurs états financiers. Pour ces auteurs, dans la mesure où les investisseurs institutionnels détiennent des informations privilégiées, aucune manipulation comptable ne peut leur être cachée. Les dirigeants ne seraient donc pas incités à manipuler les résultats. Pour le marché financier britannique, Miles (1993,1995) observe à la fois une croissance du taux d'actualisation et une sous-évaluation des cash-flows au fur et à mesure que l'horizon d'anticipation s'accroît. Cuthbertson et al. (1997) concluent que les investisseurs britanniques appliquent un taux d'actualisation « excessif » pour valoriser les revenus futurs. Black et fraser (2000) observent quant à eux, une propension plus forte des investisseurs britanniques, comparés à leurs homologues allemands, japonais, australiens et américains, à sous-évaluer les revenus à moyen et long terme. En revanche, aux Etats-Unis l'étude de Abarbanell et Bernard (2000) ne corrobore pas l'hypothèse d'une sous-évaluation des profits à long-terme pour les marchés. Au niveau Français, sur un échantillon de 88 entreprises pour les trois années 1997, 1998 et 1999, Lafont-Debaere (2003) n'a pu mettre en évidence une relation positive et significative entre la détention institutionnelle et les dépenses d'investissement et de Recherche et Développement.

Dans l'ensemble, un résultat relativement consensuel se dégage des travaux empiriques. Ce consensus rejette l'hypothèse de myopie et met en avant un effet positif de la détention institutionnelle sur les dépenses en investissement immatériel et matériel. La vision de myopie et de court-termisme des investisseurs institutionnels, largement véhiculée par la presse et les milieux politiques souffre lorsqu'elle est confrontée aux résultats des travaux empiriques. Les « effets d'annonces » apparaissent privilégiés dans les discours médiatiques et politiques ; la réalité comportementale des investisseurs institutionnels semble être ailleurs. La réalité des pratiques semble échapper aux effets recherchés voire privilégiés par les médias. La croyance fait cheville. Ensuite et de façon symétrique, les résultats des études empiriques convergent pour valider les hypothèses d'« investisseurs supérieurs » et d'« investisseurs actifs ». Les investisseurs institutionnels n'entraînent pas une diminution des investissements immatériels et matériels ; ils ne sacrifient pas le long terme au seul profit d'un court terme myope.

## 2. L'influence des investisseurs institutionnels sur la politique d'investissement des groupes européens

---

### 2.1. Le cadre empirique : hypothèse et méthodologie

---

#### 1. L'hypothèse d'une influence qui ne se réduit pas au court-terme

Le point de vue de la myopie repose sur l'hypothèse d'un comportement irrationnel des investisseurs institutionnels. Nous considérons au contraire que le phénomène de l'influence repose sur la rationalité commune de ces acteurs. Des comportements éparés, très différenciés et irrationnels de la part de ces acteurs ne sauraient cristalliser la mécanique de l'influence. L'influence exprime un mouvement d'ensemble, une « poussée » sur l'objectif à atteindre, mais également sur les pratiques des investisseurs institutionnels. Cette influence ne saurait se réduire au seul court-terme. Dans ce cadre, la politique d'investissement des groupes qui constitue le levier majeur de leur capacité à préparer leur futur n'échappe pas à la mécanique de l'influence. Nous formulons l'hypothèse H suivante :

#### **Hypothèse H :**

**L'influence des investisseurs sur les groupes ne se réduit pas à une pression sur le court-terme.**

La politique d'investissement des groupes peut être analysée sous deux angles principaux : les dépenses en actifs intangibles (le taux de recherche et développement) et les dépenses en actifs tangibles (le taux d'investissement net). Dans ce cadre de raisonnement et en nous fondant sur l'ensemble des observations issues de l'analyse de la littérature, l'hypothèse H est déclinée en deux sous-hypothèses Ha) et Hb) :

**Ha) : Les investisseurs institutionnels exercent une influence directe positive sur le taux de Recherche et Développement des groupes.**

et

**Hb) : Les investisseurs institutionnels exercent une influence directe positive sur le taux d'investissement net des groupes.**

La rareté des études s'étant intéressée à la comparaison des investisseurs institutionnels selon leurs nationalités, ne permet pas de formuler d'hypothèses spécifiques à ce sujet. En ce sens, notre travail empirique comportera une dimension exploratoire. La réfutation des deux sous-hypothèses Ha) et Hb), dans le cas où les résultats empiriques ne montreraient aucune relation significative (positive ou négative entre les variables), témoignerait de la neutralité des investisseurs institutionnels sur la politique d'investissement des groupes. Ce résultat dévoilerait, en filigrane, la neutralité de la logique financière sur la logique industrielle.

## 2. Constitution de l'échantillon de groupes et méthodologie statistique utilisée

La nécessité de pouvoir accéder à des informations précises fournissant le comptage des détentions des investisseurs institutionnels dans le capital de groupes européens, avec un historique conséquent, nous a conduit à nous intéresser à des sources américaines. L'amendement de 1978 à *The Securities and Exchange Act of 1934*, impose aux institutions gérant plus de 100 millions de dollars de déclarer tous les trimestres leurs avoirs à la SEC. Les positions supérieures à 10.000 actions ou 20.000 dollars doivent y être détaillées. Pour les trois années 1997, 1998 et 1999 la base de données *Sharewatch* s'avère être la plus homogène et la plus détaillée. Plusieurs recherches sur la structure de propriété ont utilisé cette base (Morin (1998), Bigay (1999), Baudru et Lavigne (2001), Baudru et al. (2001), Dupuy et Lung (2001) et Lafont-Debaere (2003). Pour les deux années 2001 et 2002, la base *Thomson One Banker Ownership* a été utilisée. Pour disposer des comptages des détentions en capital des investisseurs institutionnels, nous avons procédé en deux temps :

- tout d'abord, nous avons extrait à la date du 31 décembre 2002, la liste de l'intégralité des groupes européens cotés au *New York Stock Exchange* ; ont été éliminés les groupes ayant des activités financières, ainsi que ceux pour lesquels les bases de données *Sharewatch* (pour les années 1997, 1998 et 1999) et *Thomson One Banker Ownership* (pour les années 2001 et 2002) ne donnaient pas d'information. La base de données *Worldscope* nous a permis de collecter deux variables mesurant la politique d'investissement des groupes de 1997 à 2002. Le taux d'investissement net en actifs tangibles est mesuré par le rapport immobilisations corporelles nettes / chiffre d'affaires. Pour cette variable nous disposons de la totalité de l'information pour chacune des 6 années pour 57 groupes (annexe 1). Le taux de Recherche et Développement est mesuré par le rapport Dépenses en Recherche et Développement / chiffre d'affaires. Cette mesure de l'intensité en Recherche & Développement est utilisée notamment par Hansen et Hill (1991), Kochar et David (1996) et Sherman et al. (1998). Parmi l'échantillon de 57 groupes, nous avons pu obtenir la totalité de l'information pour la variable mesurant le taux de Recherche et Développement pour chacune des années, pour 33 groupes<sup>1</sup> (annexe 2).
- dans un deuxième temps, pour chacun des groupes de l'échantillon ainsi constitué, et pour chaque année de la période d'étude, nous avons collecté les variables d'incitation mesurant la part des investisseurs institutionnels dans le capital des groupes (en % du capital). Ces variables sont déclinées pour permettre de mesurer un effet « concentration » et un effet « nationalité ». L'effet « concentration » est mesuré par les variables suivantes : l'intégralité des détentions des investisseurs institutionnels (« Total Inv Inst année n »), puis respectivement les détentions cumulées des 3, 10, 20 et 30 premiers investisseurs dans le capital des groupes (variables « 3 premiers Inv Inst année n », « 10 premiers Inv Inst année n », « 20 premiers Inv Inst année n » et « 30 premiers Inv Inst année n »). L'effet « nationalité » est mesuré pour chaque année par les détentions totales des quatre nationalités d'investisseurs institutionnels qui détiennent le plus de poids dans le capital des groupes européens : allemande, américaine française et britannique.

La méthodologie utilisée s'organise en deux étapes. Une première étape d'ensemble regroupe des tests de comparaison de moyennes. Les tests préalables de la normalité des variables dépendantes ont été effectués par le test d'ajustement de Kolmogorov et Smirnov et les tests d'aplatissement et de symétrie. Ces tests appliqués aux différentes variables dépendantes montrent qu'aucune des deux variables ne suit une loi normale (à la fois lorsqu'elle est testée pour chaque année de la période 1997-2003 et lorsqu'elle est testée dans son ensemble sur la période). Pour tester l'influence des investisseurs institutionnels sur ces variables nous aurons recours aux tests de comparaisons de moyennes non paramétriques de comparaisons de rangs (le test U de Mann-Whitney). Les tests de comparaison de moyennes lorsqu'ils aboutissent à des différences de moyennes significatives permettent de mettre en évidence l'existence d'une relation entre la variable indépendante et la variable dépendante. Ils permettent uniquement de tester si les groupes dans lesquels la présence des investisseurs institutionnels est forte ont globalement en moyenne un taux de Recherche et Développement plus important que ceux dans lesquels la présence des investisseurs institutionnels est faible. L'utilisation de ces tests est subordonnée

(1) Nous précisons que pour 26 groupes, nous n'avons pu obtenir l'intégralité des informations pour chacune des années de 1997 à 2002, à la fois sur *Worldscope* et par la consultation des rapports annuels. Concernant le nombre d'informations manquantes de la Recherche et Développement (Kochar et David, 1996) et Lafont-Debaere (2003) ont fait le même constat. Par ailleurs ce phénomène s'explique facilement : de nombreux groupes (tels que *Publicis* ou *Sodexo*) interviennent dans des activités de service et n'effectuent pas de Recherche et Développement.

à la détermination d'un seuil de présence des investisseurs institutionnels en deçà duquel, leur présence est dite « faible » et, au dessus duquel, leur présence est dite « forte ». La variable indépendante doit traduire l'appartenance à une catégorie. Nous utilisons le seuil de la médiane pour chaque année de la période d'étude. Pour chaque variable explicative nous avons scindé les groupes en deux catégories : la catégorie 1 correspond aux groupes où la valeur de la variable explicative est inférieure à la médiane de l'année, la catégorie 2 correspond aux groupes où la valeur de la variable explicative est supérieure à la médiane de l'année. L'utilisation de ce seuil permet d'effectuer une première analyse d'ensemble. Cependant un biais imputable à la fixation de ce seuil peut exister concernant la mesure du phénomène. Nous avons effectué un travail identique en utilisant les quartiles (seuils de détentions entre 0 et 25 %, 25 % et 50 %, 50 % et 75 %, puis celles supérieures à 75%). Ce travail n'a pas permis de fournir des résultats différents de ceux obtenus par rapport au seuil de la médiane : pour ne pas alourdir cette présentation il ne sera pas reporté ici. Par ailleurs, l'utilisation des modèles explicatifs en régression non linéaire permettra de renforcer la robustesse des résultats.

Les tests de comparaison de moyennes lorsqu'ils produisent des résultats significatifs, doivent recevoir une interprétation prudente : une relation significative positive (la somme des rangs du groupe 2 est supérieure à la somme des rangs du groupe 1) entre la présence des investisseurs institutionnels et le taux de Recherche et Développement peut recevoir deux interprétations :

- Ce sont les investisseurs institutionnels qui exercent une influence sur le taux de Recherche et Développement des groupes. Autrement dit, plus la présence de ces acteurs est forte, plus le taux de Recherche et Développement des groupes est important. Cette première interprétation attribuée à la relation, le sens causal investisseurs institutionnels-taux de Recherche et Développement.
- C'est le taux de Recherche et Développement des groupes qui influence la présence des investisseurs institutionnels. Autrement dit, un taux de Recherche et Développement élevé attire les investisseurs institutionnels. Cette deuxième interprétation attribuée à la relation, le sens causal taux de Recherche et Développement-investisseurs institutionnels.

Cependant, la méthodologie utilisée ici permet de mettre en avant une historicité dans les résultats. Nous testons l'existence de relations entre la présence des investisseurs institutionnels à l'année  $n$  et le taux de Recherche et Développement des groupes successivement à l'année  $n$ ,  $n+1$  et suivantes. Cette méthodologie respecte la réalité des affaires. Les budgets consacrés à l'investissement ont une inertie certaine dans la mesure où ils s'intègrent dans la stratégie d'ensemble des groupes. La méthodologie utilisée permet d'observer cet effet de décalage. Dans cette optique, une relation significative et positive entre la présence des investisseurs institutionnels dans le capital des groupes à l'année  $n$  et le taux de Recherche et Développement de ces derniers sur les années  $n$ ,  $n+1$ ,  $n+2$  et suivantes, constitue une présomption forte en faveur de l'influence de ces acteurs sur la politique d'investissement des groupes. Pour renforcer la robustesse de nos résultats en analyse univariée, et appréhender ainsi véritablement le sens des relations nous avons recours dans l'étape suivante aux modèles explicatifs en régressions non linéaires.

La seconde étape complète et prolonge cette première analyse. Elle présente les résultats du modèle cubique, modèle qui possède le pouvoir explicatif le plus important parmi les nombreux modèles testés sous SPSS. L'utilisation de ce modèle explicatif pour chaque variable dépendante par chacune des variables indépendantes aux différentes années de la période d'étude permettra de préciser la significativité des relations et le sens de celles-ci. La robustesse des résultats sera ainsi renforcée notamment sous deux aspects : la non linéarité des relations et la prise en compte de seuils de détention des investisseurs institutionnels dans le capital des groupes européens. Pour ce qui concerne les seuils de significativité des tests utilisés, nous reportons ici les résultats significatifs aux seuils usuels de 1 %, 5 % et 10 %. Notre démarche ne consiste pas à expliquer la totalité du phénomène de formation de chaque variable dépendante, mais à mettre en évidence des traces de l'influence des variables indépendantes sur les variables dépendantes. L'interprétation doit être par conséquent prudente<sup>2</sup>.

(2) L'influence de la présence des investisseurs institutionnels sur le taux de Recherche et Développement est isolée, d'une certaine façon, d'autres variables explicatives telles que la taille, le degré d'internationalisation...

## 2.2. Les résultats obtenus

---

### 1. Tests de comparaison de moyennes du taux de recherche et développement des groupes selon la présence des investisseurs institutionnels

L'analyse des différences de moyennes du taux de Recherche et Développement selon la présence faible ou forte des investisseurs institutionnels (effet concentration) dans le capital des groupes est présentée dans le tableau 1. Les résultats obtenus sont nuancés par périodes :

- de 1997 à 2000, une absence de relation entre la présence des investisseurs institutionnels (totale et successivement celle des 3, 10, 20 et 30 premiers) et le taux de Recherche et Développement des groupes européens est mise en avant.
- de 2001 à 2003, les résultats obtenus montrent l'existence d'une relation négative entre la présence des investisseurs institutionnels et le taux de Recherche et développement des groupes européens. À ce stade de l'analyse, l'historicité mise en avant dans ces résultats, plaide en faveur d'une influence négative du poids des investisseurs institutionnels sur le taux de Recherche et Développement des groupes européens.

Les résultats des tests effectués mesurant l'effet « nationalité » des investisseurs institutionnels sur le taux de Recherche et développement des groupes européens de 1997 à 2003 sont reportés dans le tableau 2. Ces résultats obtenus montrent l'existence d'un effet nationalité (relation négative pour les anglo-saxons<sup>3</sup> / relation positive pour les allemands et les français. L'existence d'un effet nationalité fait apparaître deux groupes, les anglo-saxons d'un côté, les allemands et les français de l'autre.

Cette analyse préalable fait émerger d'ores et déjà certains traits caractéristiques de la relation entre les investisseurs institutionnels et le taux de Recherche et Développement des groupes européens. Les relations attendues par les explications théoriques ne sont pas aussi évidentes à démontrer clairement et statistiquement. La batterie de tests effectuée montre que la relation entre investisseurs institutionnels et taux de Recherche et Développement n'est pas linéaire. Cette relation n'en reste pas moins présente, mais complexe à définir et à prévoir. Les résultats montrent que l'on ne peut rejeter l'existence d'une relation entre investisseurs institutionnels et taux de Recherche et Développement : à la fois en année  $n$  et avec un décalage (ou effet de retardement en  $n+1$  et suivantes).

Ces résultats d'ensemble des tests de comparaison de moyennes peuvent contenir un biais concernant les secteurs d'activités : des secteurs comme l'industrie pharmaceutique se caractérisent par un fort taux de Recherche et Développement, d'autres secteurs industriels moins. Cependant on peut considérer que lorsque le lien existe il apparaît dans les résultats. Ces premiers résultats conduisent à s'interroger sur le lien entre la présence de ces acteurs et la deuxième variable caractérisant la politique d'investissement des groupes : le taux d'investissement net.

### 2 Tests de comparaison de moyennes du taux d'investissement net des groupes selon la présence des investisseurs institutionnels

Le tableau 3 synthétise les résultats mesurant l'effet concentration des investisseurs institutionnels sur le taux d'investissement net des groupes européens. Les résultats significatifs obtenus montrent qu'il existe une relation négative entre la présence des investisseurs institutionnels et le taux d'investissement net des groupes. Cette relation n'est pas régulière dans le temps. L'historicité mise en avant, plaide en faveur de l'influence de ces acteurs sur la politique d'investissement des groupes.

Les résultats obtenus par l'analyse de l'effet nationalité sont présentés dans le tableau 4. Une régularité de deux années seulement, est observée. La relation entre la nationalité des investisseurs institutionnels et le taux d'investissement net apparaît très ténue. De 1997 à 2001, aucune différence de moyen-

---

(3) Pour les britanniques L'historicité de cette relation est remarquablement régulière (année  $n$  et décalage en  $n + 1$ ,  $n + 2$ ,  $n + 3$  et  $n + 4$ ). Pour les américains une historicité est mise en avant, mais néanmoins de manière moins claire que pour leurs homologues britanniques.

ne significative du taux d'investissement net n'apparaît selon la présence des investisseurs institutionnels par nationalités en 1997 : ce résultat traduit une absence de relation entre les variables dépendantes et indépendantes. Nous retrouvons ici le résultat mis en avant sous l'angle de l'effet concentration de 1997 à 2000 : la présence des investisseurs institutionnels selon leur poids, n'exerce aucune influence directe sur le taux d'investissement net des groupes de 1997 à 2000. Les résultats obtenus ici rejettent l'hypothèse d'une relation entre les nationalités américaine et allemande et le taux d'investissement net des groupes sur la période d'étude : pour ces deux nationalités, le résultat d'ensemble semble traduire une neutralité (ou absence d'influence) de ces acteurs sur le taux d'investissement net des groupes. Cependant ce résultat est dépendant du seuil de la médiane qui est ici utilisé. Il devra être approfondi par le recours aux modèles explicatifs. Pour ce qui concerne les investisseurs institutionnels français deux résultats significatifs apparaissent : le taux d'investissement net des groupes en 2003 est significativement différent selon leur présence en 2001 et 2002. Nous constatons une régularité du sens de ces relations qui, lorsqu'elles sont significatives, sont systématiquement négatives. Nous ne pouvons que conclure raisonnablement à la possibilité de l'existence d'une relation négative entre la présence des investisseurs institutionnels français en 2001 et 2002 et le taux d'investissement net des groupes en 2002 et 2003. Pour ce qui concerne les investisseurs institutionnels britanniques une seule différence de moyenne significative apparaît : le taux d'investissement net des groupes en 2003 est en moyenne, significativement différent selon leur présence plus ou moins forte en 2002. L'historicité de ce résultat ne comporte qu'une seule année. Nous ne pouvons que conclure prudemment à la possibilité d'une relation négative entre la présence des investisseurs institutionnels britanniques en 2002 et le taux d'investissement net des groupes en 2003.

Dans l'ensemble sur la période, la relation entre la nationalité des investisseurs institutionnels et le taux d'investissement des groupes apparaît peu claire. En revanche, les résultats des tests de comparaison de moyennes montrent clairement que la relation n'est pas linéaire. Cependant, cette première approche ne prend pas en compte la possibilité de l'existence d'un effet de seuils des détentions des investisseurs institutionnels : en dessous d'un certain seuil de détention par exemple, l'influence pourrait ne pas se manifester, au dessus de ce seuil l'influence pourrait se manifester. Ces résultats vont être approfondis par l'utilisation de modèles explicatifs en régression non linéaire.

### **3. Modèles explicatifs du taux de Recherche et développement et du Taux d'investissement net des groupes selon la présence des investisseurs institutionnels**

Pour approfondir l'analyse menée par les tests de comparaison de moyennes, nous avons testé plusieurs modèles explicatifs de chaque variable dépendante (le taux de Recherche et Développement et le taux d'investissement net des groupes) par chacune des variables indépendantes mesurant la présence des investisseurs institutionnels (effet concentration et effet nationalité). Le modèle cubique est celui qui fournit les résultats les plus pertinents. Il montre l'existence d'effets de seuils de détention.

#### A - Modèles explicatifs du taux de Recherche et Développement selon la présence des investisseurs institutionnels

Les résultats obtenus par le modèle explicatif cubique du taux de Recherche et Développement en 1997, 1998 et 1999 des groupes européens sont présentés dans le tableau 5.

De 1997 à 2000 ces résultats confirment ceux qui ont été obtenus en analyse univariée. Ils montrent une absence d'influence des investisseurs institutionnels (effet concentration) sur le taux de Recherche et Développement. Nous concluons à l'absence d'influence des investisseurs institutionnels sur le taux de Recherche et Développement des groupes de 1997 à 2000. La neutralité du poids de ces acteurs sur la composante Recherche et Développement de la politique d'investissement des groupes apparaît ici.

Le tableau 6 présente les résultats obtenus par le modèle explicatif cubique du taux de Recherche et Développement en 2001 des groupes européens. Pour ce qui concerne le taux de Recherche et Développement des groupes en 2001, la présence des investisseurs institutionnels de 1997 à 1999 n'exerce aucune influence. En revanche, le test du taux de

Recherche et Développement des groupes en 2001 selon la présence totale (et également celle des 3, 10, 20 et 30 premiers) investisseurs institutionnels en 2001 montre que le lien bien que ténu, existe (les R-deux correspondants sont situés entre 13 et 25 %). Pour visualiser la forme de la relation mise en avant par ces résultats, le graphique 1 présente le taux de Recherche et Développement des groupes en 2001 selon la présence totale des investisseurs institutionnels en 2001 :

Lorsque les investisseurs institutionnels en 2001 ont un poids financier inférieur à 25 %<sup>4</sup> du capital des groupes, ces derniers ont un taux de Recherche et Développement croissant : l'influence des investisseurs institutionnels sur cette variable caractérisant la politique d'investissement des groupes est positive. À partir du seuil de 25 %, l'influence des investisseurs institutionnels sur le politique d'investissement des groupes est négative (le taux de Recherche et Développement est décroissant). À partir du seuil de 65 %, la relation s'inverse, l'influence des investisseurs sur le taux de Recherche et développement des groupes redevient positive.

Un autre exemple de visualisation est reporté dans le graphique 2. Pour ce qui concerne le poids financier total détenu par les 3 premiers investisseurs institutionnels dans le capital des groupes, le sens de l'influence varie selon les seuils de détention approximatifs de 4 % et 13 %. Ces résultats confirment et complètent ceux obtenus avec les tests de comparaison de moyennes. Les résultats des tests de comparaison de moyennes ont montré une influence négative. Ces tests ignorent les effets de seuils qui sont mis en avant par le modèle cubique. Nous concluons que les investisseurs institutionnels en 2001 exercent une influence directe sur le taux de Recherche des groupes européens en 2001. Le signe positif ou négatif de cette influence varie selon des seuils de détention. La même méthodologie a été appliquée à chaque variable indépendante sur chaque année de la période d'étude. Le tableau 7 récapitule l'ensemble des résultats obtenus pour ce qui concerne l'influence des investisseurs institutionnels (effet « concentration » et effet « nationalité ») sur le taux de Recherche et Développement des groupes européens. En synthèse, la sous-hypothèse Ha) supposant l'existence d'une influence directe et positive de la présence des investisseurs institutionnels sur le taux de Recherche et Développement des groupes n'est corroborée que « très partiellement » par ces résultats :

- de 1997 à 2000 les résultats obtenus permettent de rejeter H2a) ; l'absence d'influence est mise en avant dans ce travail. La neutralité de la présence des investisseurs institutionnels sur le taux de Recherche et Développement des groupes apparaît.
- de 2001 à 2003 les résultats obtenus précisent l'existence des seuils de détentions qui permettent de valider H2a). L'existence de l'influence est mise en avant. Le sens de cette influence dépend de seuils de détentions dans le capital des groupes européens. Un effet concentration est mis en avant : la présence totale des investisseurs institutionnels, mais également celle des 3, 10, 20 et 30 premiers de ces acteurs dans le capital des groupes exerce une influence directe sur le taux de Recherche et Développement. Ces résultats montrent que la réalité est plus complexe que les représentations des différentes approches conceptuelles. Ces dernières mettent en avant soit la myopie de ces acteurs, soit leur aptitude à être des investisseurs supérieurs. Nos résultats montrent que la relation existe mais qu'elle n'est pas linéaire dans le temps et, enfin, qu'elle dépend de seuils de détention des investisseurs institutionnels dans le capital des groupes européens. Ces points de vue sont partiels et ne rendent pas compte du phénomène dans sa globalité. Nos résultats mettent en avant, non pas le primat de la logique financière sur la logique industrielle, mais plutôt l'imbrication des deux logiques financière et industrielle.

Pour ce qui concerne la possibilité d'un effet nationalité des investisseurs institutionnels, la trop grande rareté des connaissances sur ce sujet nous a conduit à ne pas formuler d'hypothèses. L'analyse exploratoire menée ici, permet de conclure que la nationalité des investisseurs exerce une influence directe sur le taux de Recherche et Développement des groupes. L'examen comparé montre que les nationalités allemandes, américaines et britanniques influencent directement le taux de recherche et Développement des groupes européens. Le sens de cette influence dépend de seuils de détention dans le capital des groupes. La nationalité française est la seule pour laquelle la neutralité est mise en avant.

(4) Ce seuil est observé visuellement ; il est donc approximatif. Il pourrait être établi précisément par le calcul, ce qui n'est pas ici notre propos. Nous nous limitons dans ce travail à mettre en avant l'existence d'une influence.

## B - Modèles explicatifs du taux d'investissement net des groupes selon la présence des investisseurs institutionnels

Le tableau 8 présente les résultats du modèle explicatif cubique du taux d'investissement net en 1997, 1998 et 1999 des groupes européens selon la présence des investisseurs institutionnels (effet « concentration »). Les tests de comparaison de moyennes ont montré une influence négative de la concentration des investisseurs institutionnels sur le taux d'investissement net des groupes de 1997 à 2002. Les résultats du modèle cubique (les R-deux sont supérieurs à 21 %) nous permettent de conclure que les investisseurs institutionnels exercent une influence directe sur le taux d'investissement net des groupes ; le sens de cette influence dépend de seuils de détentions.

La même méthodologie a été appliquée à chacune des variables mesurant la présence des investisseurs institutionnels (effet « concentration » et effet « nationalité ») pour chaque année de la période d'étude. Le tableau 9 récapitule l'ensemble des résultats obtenus pour l'influence des investisseurs institutionnels sur le taux d'investissement net des groupes européens. En synthèse, la sous-hypothèse Hb) supposant l'existence d'une influence directe et positive des investisseurs institutionnels sur le taux d'investissement net des groupes n'est corroborée que « très partiellement » par ces résultats. L'influence est clairement mise en avant, mais le sens de cette influence dépend de seuils de détention des investisseurs institutionnels dans le capital des groupes européens. Pour ce qui concerne l'existence d'un effet « nationalité » pour lequel nous n'avons pas formulé d'hypothèse, les résultats obtenus permettent de conclure que seule la nationalité britannique exerce une influence directe sur le taux d'investissement net des groupes. Le sens de cette influence dépend de seuils de détention dans le capital. Pour les trois autres nationalités les résultats obtenus mettent en avant la neutralité.

## Conclusion

---

Les résultats obtenus apportent un éclairage important sur la question centrale de l'influence court terme / long terme des investisseurs institutionnels sur les groupes dans lesquels ils détiennent des participations importantes. Les résultats de cette étude valident l'hypothèse H. Ils montrent que les investisseurs institutionnels exercent une influence directe sur la politique d'investissement des groupes. Cette influence ne se réduit pas au court-terme. Ce travail empirique fournit de nombreux résultats quant à l'influence de la logique financière véhiculée par les investisseurs institutionnels sur la logique industrielle des groupes européens sur la période 1997-2002. La complexité de la relation entre la présence de ces acteurs et la politique d'investissement des groupes apparaît dans cette étude. Le sens de l'influence dépend de seuils de détention des investisseurs institutionnels dans le capital des groupes. Les résultats mettent en avant un effet « concentration » et un effet « nationalité » de ces acteurs. Les résultats obtenus permettent de dépasser le simple débat fréquemment mis en avant dans les discours.

L'influence traduit une diffusion de la logique financière, dans le cadre de la norme de la création de valeur pour l'actionnaire, sur les montants alloués par les groupes pour préparer leur futur. La complexité de cette influence dépasse le cadre de l'opposition souvent passionnelle court-terme / long terme. Les résultats témoignent plus d'une imbrication des deux logiques financières et industrielles s'inscrivant dans la durée que du seul primat de la logique financière sur la logique industrielle à court-terme. Ces résultats doivent être complétés par des travaux futurs pour éclairer la question des conséquences du poids financier considérable qu'ont pris les investisseurs institutionnels dans le capital des groupes.

# Annexes

## Annexe 1 : Liste des 57 groupes européens pour l'étude sur le taux d'investissement net

Groupes	Pays	Industrie
Adecco SA	Suisse	Staffing Services
Allied Domecq PLC	Royaume-Uni	Wine and Spirits
BASF AG	Allemagne	Chemicals
Bayer AG	Allemagne	Health Care
BOC Group plc (The)	Royaume-Uni	Ind. Gasses/Vacuum Tech./Dis
British Airways Plc	Royaume-Uni	Airline Services
British Sky Broadcasting Group Plc (BSkyB)	Royaume-Uni	Broadcasting Services
BT Group plc	Royaume-Uni	Holding Co./Voice and Data Se
Bunzl PLC	Royaume-Uni	Consumer Prods. Mfg./Dist.
Cable and Wireless Plc	Royaume-Uni	Telecommunications
Cadbury Schweppes plc	Royaume-Uni	Beverage/Confectionary Prod.
Carlton Communications PLC (PFD)	Royaume-Uni	Communications
Celltech group	Royaume-Uni	Pharmaceuticals
Compagnie Générale de Géophysique	France	Seismic Data Collection
CC hellenic Bottl	Grèce	Soft drink supplier
Danone (Groupe)	France	Packaged Foods Production
Delhaize group	Allemagne	Telecommunications Svcs.
Elan Corporation, plc	Irlande	Pharmaceutical Mfg./Dist.
Endesa S.A.	Espagne	Electric Utility
ENEL SpA	Italie	Electricity Generation
Enodis plc	Royaume-Uni	Food Equipment Solutions
Fiat, S.p.A.	Italie	Automotive Manufacture
France Telecom	France	Telecommunications
Gucci Group N.V.	Pays-Bas	Luxury Apparel
Hellenic Telecom Organi	Grèce	Telecommunications Svcs.
Imperial Chemical Industries	Royaume-Uni	Industrial Chemicals Mfg.
KLM Royal Dutch Airlines	Pays-Bas	Airline Services
Koninklijke Philips Electronics N.V.	Pays-Bas	Consumer Electronics
Lafarge	France	Cement Production
Nokia Corporation	Finlande	Mobile Communications
Norsk Hydro A.S.	Norvège	Industrial Co./Agriculture/Oil
Novartis AG	Suisse	Health Care
Pearson Plc	Royaume-Uni	Media
Portugal Telecom. SGPS, S.A.	Norvège	Oil Field Services
Premier Farnell plc	Royaume-Uni	Electronic Components Dist.
Publicis Groupe S.A.	France	Advertising and Communication
Rio Tinto Plc	Royaume-Uni	Mining
Royal Ahold (Ahold)	Pays-Bas	Supermarket Chains Oper.
SAP AG	Allemagne	Computer Systems
Schering AG	Allemagne	Pharmaceuticals
Serono S.A.	Suisse	Biotechnology
SGL CARBON AG	Allemagne	Carbon/Graphite Products Mf
Shell Transport and Trading Company, P.L.C. (The)	Royaume-Uni	Oil/Gas Exploration/Dist.
Siemens AG	Allemagne	Electrical Engineering & Elect
Smith & Nephew plc	Royaume-Uni	Healthcare
Sodexo Alliance, SA	France	Food and Management Svcs
Spirent plc	Royaume-Uni	Network Technology
TDC A/S	Danemark	Telecommunication Services
Telefónica S.A.	Espagne	Telecommunications
Telekom Austria AG	Autriche	Telecommunications
Tomkins PLC	Royaume-Uni	Industrial Management
Unilever PLC	Royaume-Uni	Consumer Goods & Services
United Utilities PLC	Royaume-Uni	Holding Co./Utility Svcs.
Upm-Kymmene	Finlande	Paper&Related Products
Vivendi Universal	France	Media and Communications
Vodafone Group Plc	Royaume-Uni	Mobile Telecommunications
Wolseley plc	Royaume-Uni	Building Materials Distribution

## **Annexe 2 : Liste des 33 groupes européens pour l'étude sur le Taux de Recherche et Développement**

<b>Groupes</b>	<b>Pays</b>	<b>Industrie</b>
BASF AG	Allemagne	Chemicals
Bayer AG	Allemagne	Health Care
BOC Group plc (The)	Royaume-Uni	Ind. Gasses/Vacuum Tech./Dis
BT Group plc	Royaume-Uni	Holding Co./Voice and Data Se
Cadbury Schweppes plc	Royaume-Uni	Beverage/Confectionary Prod.
Compagnie Générale de Géophysique	France	Seismic Data Collection
Danone (Groupe)	France	Packaged Foods Production
Elan Corporation, plc	Irlande	Pharmaceutical Mfg./Dist.
ENEL SpA	Italie	Electricity Generation
Enodis plc	Royaume-Uni	Food Equipment Solutions
Fiat, S.p.A.	Italie	Automotive Manufacture
France Telecom	France	Telecommunications
Hellenic Telecom Organi	Grèce	Telecommunications Svcs.
Imperial Chemical Industries	Royaume-Uni	Industrial Chemicals Mfg.
Koninklijke Philips Electronics N.V.	Pays-Bas	Consumer Electronics
Nokia Corporation	Finlande	Mobile Communications
Norsk Hydro A.S.	Norvège	Industrial Co./Agriculture/Oil
Novartis AG	Suisse	Health Care
Premier Farnell plc	Royaume-Uni	Electronic Components Dist.
Rio Tinto Plc	Royaume-Uni	Mining
SAP AG	Allemagne	Computer Systems
Schering AG	Allemagne	Pharmaceuticals
Serono S.A.	Suisse	Biotechnology
SGL CARBON AG	Allemagne	Carbon/Graphite Products Mf
Shell Transport and Trading Company, P.L.C.	Royaume-Uni	Oil/Gas Exploration/Dist.
Siemens AG	Allemagne	Electrical Engineering & Elect
Smith & Nephew plc	Royaume-Uni	Healthcare
Spirent plc	Royaume-Uni	Network Technology
Tomkins PLC	Royaume-Uni	Industrial Management
Unilever PLC	Royaume-Uni	Consumer Goods & Services
United Utilities PLC	Royaume-Uni	Holding Co./Utility Svcs.
Upm-Kymmene	Finlande	Paper&Related Products
Vodafone Group Plc	Royaume-Uni	Mobile Telecommunications

**Tableau n°1 : Récapitulatif des tests U de Mann-Whitney du Taux de Recherche et Développement (en % du chiffre d'affaires total) selon la présence faible ou forte des investisseurs institutionnels : effet concentration**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>total Inv Inst 1997</b>	0,564	0,640	1,000	0,746	0,943		
3 premiers Inv Inst 1997	0,829	0,914	0,746	0,885	0,564		
10 premiers Inv Inst 1997	0,692	0,773	0,885	0,971	0,719		
20 premiers Inv Inst 1997	0,692	0,773	0,885	0,971	0,719		
30 premiers Inv Inst 1997	0,564	0,640	1,000	0,746	0,943		
<b>total Inv Inst 1998</b>		0,517	0,773	0,564	0,857	0,829	
3 premiers Inv Inst 1998		0,829	0,971	0,801	0,914	0,914	
10 premiers Inv Inst 1998		0,829	0,971	0,801	0,914	0,914	
20 premiers Inv Inst 1998		0,829	0,971	0,801	0,914	0,914	
30 premiers Inv Inst 1998		0,517	0,773	0,564	0,857	0,829	
<b>total Inv Inst 1999</b>			0,719	0,914	0,640	0,692	0,589
3 premiers Inv Inst 1999			0,589	0,471	0,801	0,773	0,829
10 premiers Inv Inst 1999			0,914	0,885	0,801	0,801	0,801
20 premiers Inv Inst 1999			0,914	0,885	0,801	0,801	0,801
30 premiers Inv Inst 1999			0,692	0,517	0,773	0,746	0,719
<b>total Inv Inst 2001</b>					<b>*0,061</b>	<b>*0,061</b>	<b>*0,090</b>
3 premiers Inv Inst 2001					<b>*0,071</b>	<b>*0,077</b>	<b>*0,097</b>
10 premiers Inv Inst 2001					<b>*0,061</b>	<b>*0,061</b>	<b>*0,090</b>
20 premiers Inv Inst 2001					<b>*0,061</b>	<b>*0,061</b>	<b>*0,090</b>
30 premiers Inv Inst 2001					<b>*0,061</b>	<b>*0,061</b>	<b>*0,090</b>
<b>total Inv Inst 2002</b>						<b>*0,061</b>	<b>*0,097</b>
3 premiers Inv Inst 2002						0,331	0,428
10 premiers Inv Inst 2002						0,517	0,666
20 premiers Inv Inst 2002						0,517	0,666
30 premiers Inv Inst 2002						0,517	0,666

\* significatif au seuil de 10% \*\* significatif au seuil de 5% \*\*\* significatif au seuil de 1%

En caractère gras avec sur lignage gris, le sens de la relation est significatif et négatif (somme des rangs groupe 1 > somme des rangs du groupe 2). En caractère gras sans aucun sur lignage, le sens de la relation est significatif positif (somme des rangs groupe 1 < somme des rangs du groupe 2).

**Tableau n°2 : Récapitulatif des tests U de Mann-Whitney du taux de Recherche et Développement (en % du chiffre d'affaires total) selon la présence faible ou forte des investisseurs institutionnels : effet nationalité**

		1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
1997	Inv Inst FR 1997	0,428	0,428	0,331	0,494	0,517		
	Inv Inst UK 1997	<b>**0,026</b>	<b>**0,019</b>	<b>**0,033</b>	<b>**0,036</b>	<b>*0,056</b>		
	Inv Inst US 1997	0,294	0,233	<b>*0,089</b>	0,193	0,128		
	Inv Inst All 1997	0,105	0,121	<b>*0,071</b>	0,121	0,139		
1998	Inv Inst FR 1998		<b>*0,055</b>	<b>*0,055</b>	0,103	0,111	0,206	
	Inv Inst UK 1998		<b>*0,090</b>	0,112	<b>*0,090</b>	0,171	0,139	
	Inv Inst US 1998		0,331	0,540	0,387	0,564	0,517	
	Inv Inst All 1998		<b>***0,001</b>	<b>***0,001</b>	<b>***0,001</b>	<b>***0,002</b>	<b>***0,004</b>	
1999	Inv Inst FR 1999			<b>**0,032</b>	<b>*0,065</b>	<b>*0,076</b>	0,128	<b>*0,096</b>
	Inv Inst UK 1999			<b>**0,012</b>	<b>**0,017</b>	<b>**0,043</b>	<b>**0,040</b>	<b>*0,056</b>
	Inv Inst US 1999			<b>*0,077</b>	<b>*0,051</b>	0,112	<b>*0,097</b>	0,112
	Inv Inst All 1999			<b>*0,071</b>	<b>*0,090</b>	<b>*0,066</b>	<b>*0,077</b>	<b>*0,061</b>
2001	Inv Inst FR 2001					<b>*0,083</b>	0,121	0,112
	Inv Inst UK 2001					<b>**0,017</b>	<b>**0,017</b>	<b>**0,027</b>
	Inv Inst US 2001					0,471	0,564	0,471
	Inv Inst All 2001					0,221	0,313	0,235
2002	Inv Inst FR 2002						0,331	0,264
	Inv Inst UK 2002						<b>*0,071</b>	0,112
	Inv Inst US 2002						0,829	0,857
	Inv Inst All 2002						0,640	0,517

\* significatif au seuil de 10% \*\* significatif au seuil de 5% \*\*\* significatif au seuil de 1%

En caractère gras avec sur lignage gris, le sens de la relation est significatif et négatif (somme des rangs groupe 1 > somme des rangs du groupe 2). En caractère gras sans aucun sur lignage, le sens de la relation est positif (somme des rangs groupe 1 < somme des rangs du groupe 2)

**Tableau n°3 : Récapitulatif des tests U de Mann-Whitney du taux d'investissement net selon la présence faible ou forte des investisseurs institutionnels.**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>total Inv Inst 1997</b>	0,838	0,523	0,861	0,714	0,678		
3 premiers Inv Inst 1997	0,507	0,257	0,444	0,389	0,389		
10 premiers Inv Inst 1997	0,417	0,250	0,598	0,371	0,482		
20 premiers Inv Inst 1997	0,417	0,250	0,598	0,371	0,482		
30 premiers Inv Inst 1997	0,346	0,175	0,363	0,315	0,299		
<b>total Inv Inst 1998</b>		0,315	0,566	0,338	0,534	0,371	
3 premiers Inv Inst 1998		<b>*0,076</b>	0,165	<b>*0,096</b>	0,185	0,117	
10 premiers Inv Inst 1998		<b>**0,041</b>	<b>*0,08</b>	<b>**0,049</b>	<b>*0,096</b>	<b>*0,066</b>	
20 premiers Inv Inst 1998		<b>**0,041</b>	<b>*0,084</b>	<b>**0,049</b>	<b>*0,096</b>	<b>*0,066</b>	
30 premiers Inv Inst 1998		<b>**0,041</b>	<b>*0,084</b>	<b>**0,049</b>	<b>*0,096</b>	<b>*0,066</b>	
<b>total Inv Inst 1999</b>			0,555	0,338	0,315	0,315	0,114
3 premiers Inv Inst 1999			<b>*0,090</b>	0,031	<b>*0,061</b>	<b>*0,061</b>	<b>**0,046</b>
10 premiers Inv Inst 1999			0,315	0,363	0,544	0,544	0,338
20 premiers Inv Inst 1999			0,666	0,330	0,632	0,632	0,371
30 premiers Inv Inst 1999			0,666	0,330	0,632	0,632	0,371
<b>total Inv Inst 2001</b>					0,823	0,725	0,702
3 premiers Inv Inst 2001					0,762	0,398	0,473
10 premiers Inv Inst 2001					0,762	0,398	0,473
20 premiers Inv Inst 2001					0,987	0,566	0,666
30 premiers Inv Inst 2001					0,861	0,473	0,598
<b>total Inv Inst 2002</b>						0,315	0,355
3 premiers Inv Inst 2002						0,924	0,786
10 premiers Inv Inst 2002						0,811	0,924
20 premiers Inv Inst 2002						0,725	0,848
30 premiers Inv Inst 2002						0,725	0,848

\* significatif au seuil de 10% \*\* significatif au seuil de 5% \*\*\* significatif au seuil de 1%

En caractère gras avec sur lignage gris, le sens de la relation est significatif et négatif (somme des rangs groupe 1 > somme des rangs du groupe 2). En caractère gras sans aucun sur lignage, le sens de la relation est positif (somme des rangs groupe 1 < somme des rangs du groupe 2).

**Tableau n°4 : Récapitulatif des tests U de Mann-Whitney du taux d'investissement net selon la présence des investisseurs institutionnels par nationalités**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Inv Inst FR 1997	0,799	0,463	0,655	0,898	0,774		
Inv Inst UK 1997	0,799	0,576	0,609	0,425	0,271		
Inv Inst US 1997	0,543	0,689	0,565	0,472	0,462		
Inv Inst All 1997	0,857	0,666	0,774	0,962	0,936		
Inv Inst FR 1998		0,330	0,492	0,702	0,576	0,444	
Inv Inst UK 1998		0,463	0,453	0,416	0,363	0,655	
Inv Inst US 1998		0,848	0,836	0,513	0,453	0,609	
Inv Inst All 1998		0,949	0,975	0,666	0,936	0,632	
Inv Inst FR 1999			0,823	0,330	0,936	0,936	0,655
Inv Inst UK 1999			0,666	0,371	0,307	0,307	0,231
Inv Inst US 1999			0,898	0,492	0,621	0,621	0,678
Inv Inst All 1999			0,936	0,609	0,762	0,762	0,774
Inv Inst FR 2001					0,238	0,125	<b>*0,090</b>
Inv Inst UK 2001					0,155	0,257	0,202
Inv Inst US 2001					0,643	0,774	0,702
Inv Inst All 2001					0,285	0,655	0,655
Inv Inst FR 2002						0,129	<b>*0,090</b>
Inv Inst UK 2002						0,110	<b>*0,087</b>
Inv Inst US 2002						0,949	0,861
Inv Inst All 2002						0,762	0,936

\* seuil de significativité de 10% \*\* seuil de significativité de 5% \*\*\* seuil de significativité de 1%

En caractère gras avec sur lignage gris, le sens de la relation est significatif et négatif (somme des rangs groupe 1 > somme des rangs du groupe 2). En caractère gras sans aucun sur lignage, le sens de la relation est positif (somme des rangs groupe 1 < somme des rangs du groupe 2).

**Tableau n°5 : Résultats du modèle explicatif cubique du taux de Recherche et Développement en 1997,1998 et 1999 des groupes européens selon la présence des investisseurs institutionnels (effet « concentration »)**

Variables dépendantes	Variables indépendantes	Récapitulatif du modèle cubique			Estimations des Paramètres			
		R-deux	F	Signif	Cste	b1	b2	b3
Taux de R&D 1997	total Inv Inst 1997	0,009	0,086	0,967	0,048	-0,030	-0,449	2,648
Taux de R&D 1997	3 premiers Inv Inst 1997	0,028	0,280	0,839	0,024	1,606	-23,753	66,129
Taux de R&D 1997	10 premiers Inv Inst 1997	0,018	0,179	0,910	0,023	0,972	-10,783	37,536
Taux de R&D 1997	20 premiers Inv Inst 1997	0,038	0,379	0,769	0,019	1,275	-16,583	59,472
Taux de R&D 1997	30 premiers Inv Inst 1997	0,057	0,584	0,630	0,019	1,378	-17,933	60,340
Taux de R&D 1998	total Inv Inst 1997	0,011	0,107	0,955	0,049	0,008	-0,748	3,494
Taux de R&D 1998	3 premiers Inv Inst 1997	0,037	0,370	0,775	0,023	1,636	-18,874	8,376
Taux de R&D 1998	10 premiers Inv Inst 1997	0,023	0,228	0,876	0,023	0,953	-8,809	26,239
Taux de R&D 1998	20 premiers Inv Inst 1997	0,038	0,381	0,767	0,019	1,298	-16,126	57,205
Taux de R&D 1998	30 premiers Inv Inst 1997	0,057	0,587	0,628	0,019	1,454	-18,454	61,852
Taux de R&D 1998	total Inv Inst 1998	0,052	0,528	0,667	0,063	0,002	-2,465	8,709
Taux de R&D 1998	3 premiers Inv Inst 1998	0,033	0,331	0,803	0,054	0,214	-7,772	27,876
Taux de R&D 1998	10 premiers Inv Inst 1998	0,016	0,162	0,921	0,068	-0,703	6,465	-17,149
Taux de R&D 1998	20 premiers Inv Inst 1998	0,021	0,209	0,890	0,076	-0,924	7,314	-15,797
Taux de R&D 1998	30 premiers Inv Inst 1998	0,020	0,193	0,900	0,076	-0,831	5,848	-11,311
Taux de R&D 1999	total Inv Inst 1997	0,009	0,092	0,964	0,046	0,195	-2,328	6,837
Taux de R&D 1999	3 premiers Inv Inst 1997	0,051	0,515	0,675	0,016	2,640	-41,944	149,072
Taux de R&D 1999	10 premiers Inv Inst 1997	0,032	0,322	0,809	0,016	1,460	-15,397	49,244
Taux de R&D 1999	20 premiers Inv Inst 1997	0,041	0,418	0,741	0,013	1,637	-19,697	67,267
Taux de R&D 1999	30 premiers Inv Inst 1997	0,058	0,591	0,626	0,014	1,739	-21,279	69,257
Taux de R&D 1999	total Inv Inst 1998	0,047	0,473	0,703	0,071	-0,150	-1,419	6,622
Taux de R&D 1999	3 premiers Inv Inst 1998	0,036	0,362	0,781	0,058	0,177	-7,969	29,256
Taux de R&D 1999	10 premiers Inv Inst 1998	0,018	0,174	0,913	0,071	-0,712	6,311	-16,663
Taux de R&D 1999	20 premiers Inv Inst 1998	0,022	0,216	0,884	0,080	-0,969	7,572	-16,367
Taux de R&D 1999	30 premiers Inv Inst 1998	0,021	0,207	0,891	0,082	-0,900	6,298	-12,285
Taux de R&D 1999	total Inv Inst 1999	0,066	0,688	0,567	0,099	-0,964	4,617	-5,877
Taux de R&D 1999	3 premiers Inv Inst 1999	0,059	0,609	0,615	0,072	-1,439	31,258	-206,59
Taux de R&D 1999	10 premiers Inv Inst 1999	0,049	0,498	0,687	0,080	-1,431	20,153	-83,484
Taux de R&D 1999	20 premiers Inv Inst 1999	0,040	0,401	0,754	0,085	-1,240	12,600	-38,451
Taux de R&D 1999	30 premiers Inv Inst 1999	0,039	0,389	0,762	0,088	-1,230	10,772	-28,031
Taux de R&D 2000	total Inv Inst 1997	0,011	0,104	0,957	0,042	0,361	-3,781	9,934
Taux de R&D 2000	3 premiers Inv Inst 1997	0,048	0,486	0,694	0,013	3,086	-57,225	265,842
Taux de R&D 2000	10 premiers Inv Inst 1997	0,036	0,362	0,781	0,011	1,771	-20,498	69,929
Taux de R&D 2000	20 premiers Inv Inst 1997	0,049	0,493	0,690	0,008	1,924	-23,286	78,608
Taux de R&D 2000	30 premiers Inv Inst 1997	0,065	0,675	0,574	0,009	1,997	-24,173	77,475
Taux de R&D 2000	total Inv Inst 1998	0,044	0,446	0,722	0,066	0,040	-2,828	9,318
Taux de R&D 2000	3 premiers Inv Inst 1998	0,039	0,389	0,762	0,058	0,243	-9,406	34,832
Taux de R&D 2000	10 premiers Inv Inst 1998	0,016	0,159	0,923	0,067	-0,490	3,781	-10,017
Taux de R&D 2000	20 premiers Inv Inst 1998	0,015	0,147	0,930	0,075	-0,730	5,406	-11,582
Taux de R&D 2000	30 premiers Inv Inst 1998	0,014	0,134	0,939	0,075	-0,667	4,363	-8,249
Taux de R&D 2000	total Inv Inst 1999	0,058	0,592	0,625	0,095	-0,815	3,448	-3,534
Taux de R&D 2000	3 premiers Inv Inst 1999	0,056	0,573	0,638	0,068	-1,055	22,528	-157,14
Taux de R&D 2000	10 premiers Inv Inst 1999	0,044	0,443	0,724	0,074	-1,079	15,020	-64,365
Taux de R&D 2000	20 premiers Inv Inst 1999	0,034	0,343	0,794	0,079	-0,976	9,633	-29,889
Taux de R&D 2000	30 premiers Inv Inst 1999	0,032	0,321	0,810	0,084	-1,010	8,583	-22,435

**Tableau n°6 : Résultats du modèle explicatif cubique du taux de Recherche et Développement en 2000 et 2001 des groupes européens selon la présence des investisseurs institutionnels (effet « concentration »)**

Variables dépendantes	Variables indépendantes	Récapitulatif du modèle cubique			Estimations des Paramètres			
		R-deux	F	Signif	Cste	b1	b2	b3
Taux de R&D 2001	total Inv Inst 1997	0,009	0,084	0,968	0,041	0,381	-3,568	9,027
Taux de R&D 2001	3 premiers Inv Inst 1997	0,055	0,566	0,642	0,012	3,242	-56,878	250,424
Taux de R&D 2001	10 premiers Inv Inst 1997	0,045	0,453	0,717	0,009	1,877	-20,272	65,051
Taux de R&D 2001	20 premiers Inv Inst 1997	0,049	0,496	0,688	0,006	1,927	-21,862	71,402
Taux de R&D 2001	30 premiers Inv Inst 1997	0,058	0,597	0,622	0,008	1,968	-22,642	71,009
Taux de R&D 2001	total Inv Inst 1998	0,042	0,421	0,739	0,069	-0,017	-2,396	8,511
Taux de R&D 2001	3 premiers Inv Inst 1998	0,036	0,357	0,785	0,058	0,320	-10,486	38,607
Taux de R&D 2001	10 premiers Inv Inst 1998	0,013	0,131	0,941	0,068	-0,432	3,297	-8,840
Taux de R&D 2001	20 premiers Inv Inst 1998	0,012	0,120	0,948	0,075	-0,692	5,196	-11,196
Taux de R&D 2001	30 premiers Inv Inst 1998	0,011	0,111	0,953	0,076	-0,643	4,265	-8,116
Taux de R&D 2001	total Inv Inst 1999	0,055	0,566	0,642	0,098	-0,904	4,262	-5,311
Taux de R&D 2001	3 premiers Inv Inst 1999	0,053	0,541	0,658	0,067	-0,778	17,786	-135,06
Taux de R&D 2001	10 premiers Inv Inst 1999	0,040	0,404	0,752	0,074	-0,995	14,526	-63,912
Taux de R&D 2001	20 premiers Inv Inst 1999	0,030	0,302	0,824	0,079	-0,947	9,723	-30,772
Taux de R&D 2001	30 premiers Inv Inst 1999	0,028	0,282	0,838	0,084	-1,007	8,867	-23,605
Taux de R&D 2001	total Inv Inst 2001	0,175	2,051	0,129	-0,039	1,164	-3,325	2,568
Taux de R&D 2001	3 premiers Inv Inst 2001	0,259	3,377	0,032	0,002	4,231	-67,094	256,657
Taux de R&D 2001	10 premiers Inv Inst 2001	0,129	1,437	0,252	0,007	1,730	-12,332	22,067
Taux de R&D 2001	20 premiers Inv Inst 2001	0,145	1,638	0,202	-0,014	1,615	-7,954	10,169
Taux de R&D 2001	30 premiers Inv Inst 2001	0,179	2,112	0,120	-0,037	1,762	-7,518	8,522

**Tableau n°7 : Récapitulatif des résultats de l'influence des investisseurs institutionnels sur le taux de Recherche et Développement des groupes (les valeurs des seuils sont déterminées visuellement et sont indiquées ici uniquement à titre approximatif)**

Tests de comparaison de moyennes	Tests par le modèle explicatif cubique
Taux de Recherche et Développement	Taux de Recherche et Développement
<b>Effet concentration</b>	<b>Effet concentration</b>
<p>De 1997 à 2000 : Neutralité</p> <p>De 2001 à 2003 : Influence négative</p>	<p>De 1997 à 2000 : Neutralité</p> <p>De 2001 à 2003 : Influence, le sens dépend des seuils approximatifs suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Poids total des investisseurs institutionnels :            Inférieur à 25 % influence positive            Entre 25 % et 65 % influence négative            Supérieur à 65 % influence positive</li> <li>• Poids total des 3 premiers investisseurs institutionnels :            Inférieur à 4 % influence positive            Entre 4 % et 13 % influence négative            Supérieur à 13 % influence positive</li> <li>• Poids total des 10 premiers investisseurs institutionnels :            Inférieur à 9 % : influence positive            Entre 9 % et 28 % influence négative            Supérieur à 28 % influence positive</li> <li>• Poids total des 20 premiers investisseurs institutionnels :            Inférieur à 13 % influence positive            Entre 13 % et 39 % influence négative            Supérieur à 39 % influence positive</li> </ul>
<b>Effet nationalité</b>	<b>Effet nationalité</b>
<p>Institutionnels français : Influence positive</p> <p>Institutionnels britanniques : Influence négative</p> <p>Institutionnels américains : Influence négative</p> <p>Institutionnels allemands : Influence positive</p>	<p>Neutralité</p> <p>Influence, le sens dépend d'un seuil approximatif de 10 %<sup>5</sup></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• si leur poids est inférieur à 10 % l'influence est négative,</li> <li>• si leur poids est supérieur à 10 % l'influence est positive</li> </ul> <p>Influence, le sens dépend d'un seuil approximatif de 11 %</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• si leur poids est inférieur à 11 % l'influence est négative,</li> <li>• si leur poids est supérieur à 11 % l'influence est positive</li> </ul> <p>Influence, le sens dépend de seuils approximatifs de 6 % et 16 %</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• si leur poids est inférieur à 6 % l'influence est positive,</li> <li>si leur poids est compris entre 6 % et 16 % l'influence est négative</li> <li>• si leur poids est supérieur à 16 % l'influence est positive</li> </ul>

Remarque : les valeurs des seuils indiquées ici n'ont fait l'objet d'aucun calcul spécifique. Ces seuils ont été déterminés visuellement sur les graphiques fournis par SPSS. Par ailleurs, la faiblesse des R-deux (notamment lorsqu'ils sont voisins de 15 %) implique que les paramètres ne sont certainement pas exacts, mais en revanche la relation mise en avant respecte bien la forme cubique. À ce titre, les valeurs indiquées sont à considérer avec prudence.

(5) Nous n'indiquons qu'un seul seuil lorsque l'intervalle des valeurs observées ne permet pas de constater le deuxième seuil.

Tableau n°8 : Résultats du modèle explicatif cubique du taux d'investissement net en 1997, 1998 et 1999 des groupes européens selon la présence des investisseurs institutionnels (effet «concentration»)

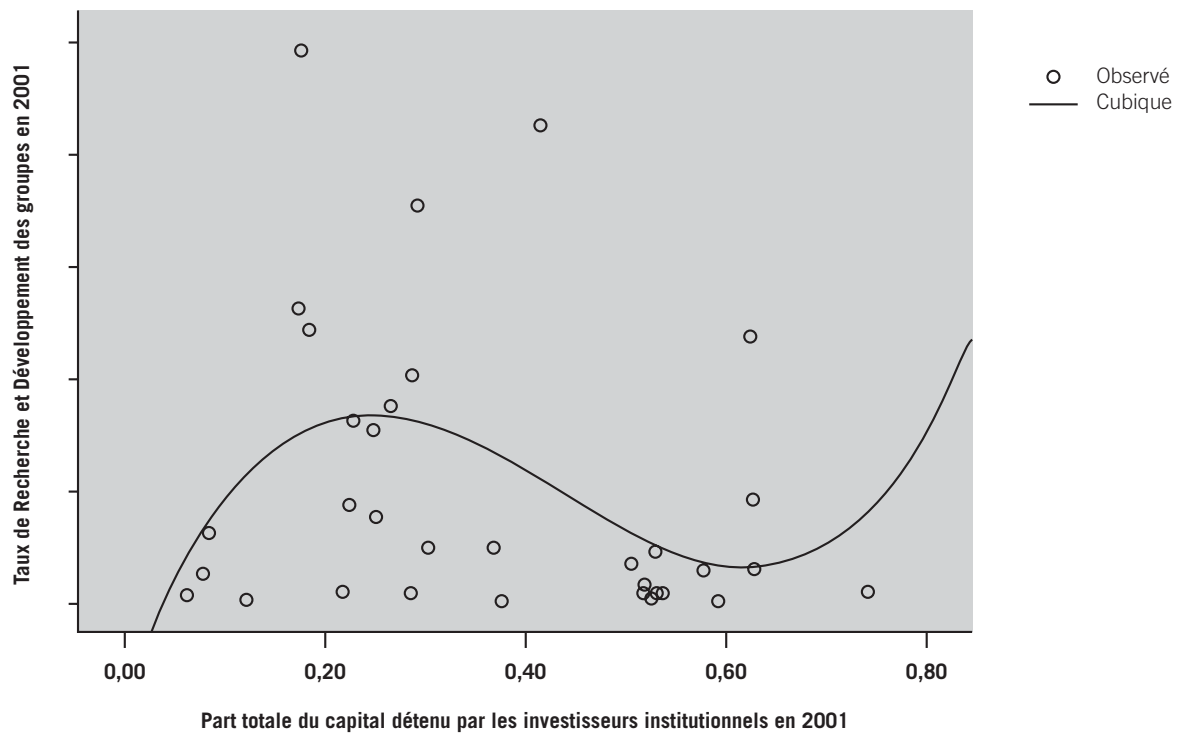
Variables dépendantes	Variables indépendantes	Récapitulatif du modèle cubique			Estimations des Paramètres			
		R-deux	F	Signif	Cste	b1	b2	b3
<b>Taux d'Invest Net 1997</b>	<b>total Inv Inst 1997</b>	0,211	4,629	0,006	1,431	-25,695	195,904	-410,563
Taux d'Invest Net 1997	3 premiers Inv Inst 1997	0,249	5,739	0,002	1,393	-91,677	2381,877	-16313,913
Taux d'Invest Net 1997	10 premiers Inv Inst 1997	0,236	5,354	0,003	1,479	-50,188	705,083	-2783,548
Taux d'Invest Net 1997	20 premiers Inv Inst 1997	0,267	6,304	0,001	1,572	-44,345	506,992	-1622,760
Taux d'Invest Net 1997	30 premiers Inv Inst 1997	0,266	6,293	0,001	1,584	-40,430	417,075	-1202,837
<b>Taux d'Invest Net 1998</b>	<b>total Inv Inst 1997</b>	0,266	6,416	0,001	1,520	-26,282	189,483	-384,240
Taux d'Invest Net 1998	3 premiers Inv Inst 1997	0,297	7,465	0,000	1,491	-95,218	2354,737	-15722,500
Taux d'Invest Net 1998	10 premiers Inv Inst 1997	0,292	7,272	0,000	1,557	-50,452	668,099	-2554,964
Taux d'Invest Net 1998	20 premiers Inv Inst 1997	0,313	8,033	0,000	1,623	-43,015	463,664	-1439,787
Taux d'Invest Net 1998	30 premiers Inv Inst 1997	0,310	7,933	0,000	1,629	-38,872	377,891	-1056,797
<b>Taux d'Invest Net 1998</b>	<b>total Inv Inst 1998</b>	0,100	1,963	0,131	1,199	-12,219	73,948	-146,615
Taux d'Invest Net 1998	3 premiers Inv Inst 1998	0,108	2,130	0,107	1,075	-24,181	286,227	-959,565
Taux d'Invest Net 1998	10 premiers Inv Inst 1998	0,131	2,656	0,058	1,159	-15,633	111,429	-264,339
Taux d'Invest Net 1998	20 premiers Inv Inst 1998	0,132	2,689	0,056	1,189	-13,170	78,492	-161,644
Taux d'Invest Net 1998	30 premiers Inv Inst 1998	0,131	2,668	0,057	1,210	-12,638	72,414	-144,588
<b>Taux d'Invest Net 1999</b>	<b>total Inv Inst 1997</b>	0,188	4,089	0,011	1,376	-22,921	173,061	-360,999
Taux d'Invest Net 1999	3 premiers Inv Inst 1997	0,227	5,195	0,003	1,370	-85,129	2205,392	-15168,208
Taux d'Invest Net 1999	10 premiers Inv Inst 1997	0,216	4,853	0,005	1,428	-45,046	628,449	-2490,627
Taux d'Invest Net 1999	20 premiers Inv Inst 1997	0,239	5,537	0,002	1,495	-39,281	447,403	-1437,314
Taux d'Invest Net 1999	30 premiers Inv Inst 1997	0,236	5,467	0,002	1,500	-35,681	366,844	-1060,995
<b>Taux d'Invest Net 1999</b>	<b>total Inv Inst 1998</b>	0,069	1,317	0,278	1,081	-10,062	66,672	-142,000
Taux d'Invest Net 1999	3 premiers Inv Inst 1998	0,067	1,274	0,293	0,956	-16,273	188,740	-655,725
Taux d'Invest Net 1999	10 premiers Inv Inst 1998	0,087	1,678	0,183	1,016	-10,061	66,651	-166,757
Taux d'Invest Net 1999	20 premiers Inv Inst 1998	0,088	1,710	0,176	1,055	-9,320	55,557	-123,156
Taux d'Invest Net 1999	30 premiers Inv Inst 1998	0,088	1,711	0,176	1,080	-9,440	56,207	-121,551
<b>Taux d'Invest Net 1999</b>	<b>total Inv Inst 1999</b>	0,063	1,192	0,322	1,083	-14,752	114,017	-245,536
Taux d'Invest Net 1999	3 premiers Inv Inst 1999	0,100	1,970	0,130	1,240	-46,405	914,431	-5098,861
Taux d'Invest Net 1999	10 premiers Inv Inst 1999	0,083	1,599	0,201	1,162	-22,193	265,737	-999,225
Taux d'Invest Net 1999	20 premiers Inv Inst 1999	0,070	1,322	0,277	1,121	-15,339	139,581	-409,125
Taux d'Invest Net 1999	30 premiers Inv Inst 1999	0,060	1,136	0,343	1,090	-12,866	104,743	-274,293

**Tableau n°9 : Récapitulatif des résultats de l'influence des investisseurs institutionnels sur le taux d'investissement net des groupes**

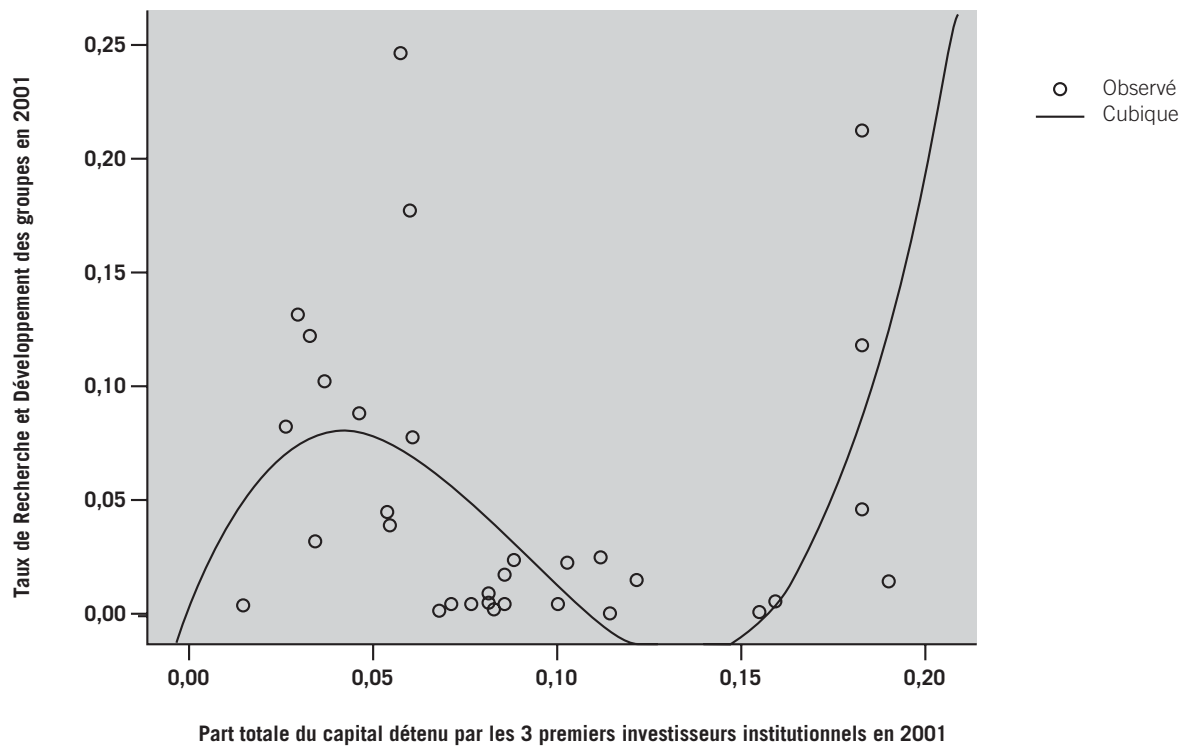
Tests de comparaison de moyennes	Tests par le modèle explicatif cubique
Taux d'investissement net	Taux d'investissement net
<i>Effet concentration</i>	<i>Effet concentration</i>
De 1997 à 2002 : Influence négative	<p><b>De 1997 à 2002 : Influence, le sens dépend des seuils approximatifs suivants :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Poids total des investisseurs institutionnels :            Inférieur à 12 % influence négative            Entre 12 % et 23 % influence positive            Supérieur à 23 % influence négative</li> <li>• Poids total des 3 premiers investisseurs institutionnels :            Inférieur à 3 % influence négative            Entre 3 % et 7 % influence positive            Supérieur à 7 % influence négative</li> <li>• Poids total des 10 premiers investisseurs institutionnels :            Inférieur à 9 % : influence négative            Entre 9 % et 12 % influence positive            Supérieur à 12 % influence négative</li> <li>• Poids total des 20 premiers investisseurs institutionnels :            Inférieur à 7 % influence négative            Entre 7 % et 16 % influence positive            Supérieur à 16 % influence positive</li> </ul>
<i>Effet nationalité</i>	<i>Effet nationalité</i>
Institutionnels français : Influence négative Institutionnels britanniques : Influence négative  Institutionnels américains : Neutralité Institutionnels allemands : Neutralité	<p><b>Neutralité</b></p> <p><b>Influence, le sens dépend des seuils approximatifs suivants :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• si leur poids est inférieur à 3 % l'influence est négative            si leur poids est compris entre 3 % et 10 % l'influence est positive</li> <li>• si leur poids est supérieur à 10 % l'influence est négative</li> </ul> <p><b>Neutralité</b></p> <p><b>Neutralité</b></p>

Remarque : les valeurs des seuils indiquées ici n'ont fait l'objet d'aucun calcul spécifique. Ces seuils ont été déterminés visuellement sur les graphiques fournis par SPSS. Par ailleurs, la faiblesse des R-deux (notamment lorsqu'ils sont voisins de 15 %) implique que les paramètres ne sont certainement pas exacts, mais en revanche la relation mise en avant respecte bien la forme cubique. À ce titre, les valeurs indiquées sont à considérer avec prudence.

Graphique n°1 : Modèle cubique du taux de Recherche et Développement en 2001 selon la présence totale des investisseurs institutionnels en 2001



Graphique n°1 : Modèle cubique du taux de Recherche et Développement en 2001 selon la présence totale des 3 premiers investisseurs institutionnels en 2001



# Bibliographie

---

- ABARBANELL J. et BERNARD V.**, Is the U.S. stock market myopic ?, *Journal of Accounting Research*, 2000, p. 221-242.
- ABERNATY W.J. et HAYES R.H.**, « Managing our way to economic decline », *Harvard Business Review*, (Vol. 58(4), 1980), p.67-77.
- ACS Z.J. et AUTRESCH D.B.**, « Innovation, market structure, and firm size », *Review of Economics and Statistics*, (Vol.69, 1987), p. 567-574.
- ALLEN F.**, « Stocks market and resource allocation » in C.Mayer and X.Vives (eds), *Capital Market and Financial Intermediation*. Cambridge University Press, Cambridge, 1993a, p.81-116.
- ALLEN F.**, « Strategic management and financial markets », *Strategic Management Journal*, Summer Special Issue, (Vol. 14, 1993b)
- AOKI M.**, « The Corporative Game Theory of the Firm », Clarendon Press, Oxford, 1984.
- BAUDRU D. et LAVIGNE S.**, « Investisseurs institutionnels et gouvernance sur le marché financier français », *Revue d'Economie Financière*, (octobre 2001), p.91-105.
- BAUDRU D., LAVIGNE S. et MORIN F.**, « Les investisseurs institutionnels internationaux : une analyse du comportement des investisseurs américains », *Revue d'Economie Financière*, (n°61, mai 2001), p.121-134.
- BAYSINGER B. KOSNIK F et TURK T.**, « Effects of Board and Ownership Structure on Corporate Strategy », *Academy of Management Journal*, (Vol. 34, 1991), p.205-214.
- BLACK B.S.**, « Agents watching agents : The promise of institutional investor voice », *UCLA Law Review*, (Vol. 39, 1992), p.811-893.
- BLACK A et FRASER P.**, « International Comparisons on Stock Market Short-Termism : How different is the U.K experience ? », *The Manchester School of Economic Studies supplement*, (Vol. 68, 2000), p.38-50.
- BLINDER A.**, « More Like Them ? », *American Prospect*, (Vol. 3, 1992), p.51-62.
- BUSHEE B.J.**, « The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior », *Accounting Review*, (Vol. 73, Juillet 1998), p.305-333.
- BUSHEE B.J.**, « Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value ? », *Contemporary Accounting Research*, (Vol.18, 2001), p.207-246.
- COFFEE J.C.**, « Liquidity versus Control : the Institutional Investor as Corporate Monitor », *Columbia Law Review*, (Vol. 91, 1991), p.1277-1368.
- DEL GUERCIO D.**, « The Distorting Effect of Prudent-man Laws on Institutional Equity Investments », *Journal of Financial Economics*, (Vol. 40, 1996), p.31-62.
- DOBZYNSKI J.**, « Relationship Investing », *Business Week*, (3309, 15 mars 1993), p.68-75.
- DUPUY C. et LUNG Y.**, « Les investisseurs institutionnels dans l'industrie automobile : focalisation géographique et stratégies industrielles », *Journées d'Etude du LEREPS*, Toulouse, 29 Juin 2001.
- DRUCKER P.F.**, « To end the raiding roulette game », *Accross The Board*, (Vol. 23 (4), 1986), p.30-39.
- FROOT K.A., SCHARFSTEIN D.S. et STEIN J.**, « Shareholder trading practices and corporate investment horizons », *Journal of Applied Corporate Finance*, (Vol. 2, 1992), p.42-58.
- GARAUDEL P.**, *Court-termisme et gouvernance d'entreprise, l'influence stratégique des dirigeants*, Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Paris I - Panthéon Sorbonne, Institut d'Administration des Entreprises, 2003.
- GILSON R.J. et KRAAKMAN R.**, « Reinventing the outside director : An agenda for institutional investors », *Stanford Law Review*, (Vol. 43, 1991), p.863-906.
- GRAVES S.**, « Institutional Ownership and Corporate R&D in the Computer Industry », *Academy of Management Journal*, (Vol. 31, 1988), p.417-428.
- GRAVES S. et WADDOCK E.L.**, « Institutional Ownership and Control : Implications for Long Term Corporate Strategy », *Academy of Management Executive*, (Vol. 4, 1990), p.75-83.
- HANSEN G. et HILL A.**, « Are Institutional Investors Myopic ? A Time-Series Study of Four Technology Driven Industries », *Strategic Management Journal*, (Vol. 12, 1991), p.1-16.
- HILL C.W.L., HITT M.A. et HOSKISSON R.E.**, « Declining U.S competitiveness : Reflections on a crisis », *Academy of Management Executive*, (Vol. 2(1), 1988), p.51-60.
- HIRSHMAN A.O.**, « Exit, Voice and Loyalty », Harvard University Press, Cambridge, MA, 1970.
- JARREL G.A., LEHN C.E. et MARR W.**, « Institutional Ownership, Tender Offers and Long Term Investment », *Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission*, Washington DC, 1985.
- JARREL G.A., BRICKLEY J.A. et NETTER J.M.**, « The market for corporate control : the empirical evidence since 1980 », *Journal of Economic Perspective*, (Vol. 2, 1988), p.49-68.
- JENSEN M.C.**, « The takeover controversy : analysis and evidence », In Coffee J.C, Lowenstein L, and Rose-Ackerman S. (eds.), *Knights Raiders and Targets : The Impact of Hostile Takeovers*. Oxford University Press, Oxford, 1988, p.314-354.
-

- 
- JENSEN M.C.**, « Corporate control and the politics of finance », *Journal of Applied Corporate Finance*, (Vol. 4 (2), 1991), p.13-33.
- 
- JENSEN M.C.**, « The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems », *Journal of Finance*, (Vol. 48, 1993), p.831-880.
- 
- LAFONT-DEBAERE A.L.**, Influence des investisseurs institutionnels sur la politique financière des entreprises françaises, Thèse de Doctorat en sciences de Gestion, Université de Montpellier II, 2003.
- 
- LOESCHER S.M.**, « Bureaucratic measurement, shuttling stocks shares, and shortened time horizons : Implications for economic Growth”, *Quarterly Review Economics and Business* », (Vol. 24, 1984), p.1-24.
- 
- LOWENSTEIN L.**, « What's wrong with Wall Street ? », Addison-Wesley, New-York, 1988.
- 
- MITROFF I.I.**, « Business not as Usual », Jossey-Bass, San-Francisco, CA, 1987.
- 
- MONKS R et MINOW N.**, *Corporate Governance*, Cambridge, Massachussets : Blackwell, 1995.
- 
- MORIN F.**, Le modèle français de détention et de gestion du capital. Analyse prospective et comparaisons internationales, Rapport au ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, Les éditions de Bercy, 1998.
- 
- O'BARR W et CONLEY J.**, « Fortune and Folly : The Wealth and Power of Institutional Investing », Business One Irwin, Homewood, IL, 1992.
- 
- PORTER M.E.**, *Competitive Advantage : Creating and Sustaining Superior Performance*, 1990, The Free Press.
- 
- PORTER M.E.**, « Capital Disadvantage : America's Failing Capital Investment System », *Harvard Business Review*, (Vol.70(5), 1992), p.65-82.
- 
- RAJGOPAL S.**, VENKATACHALAM M. et JIAMBALVO J., « Is Institutional Ownership Associated with Earnings Management and the Extend to which Stock Prices Reflect Future Earnings ? », document de travail, University of Washington et Stanförd University, 1999.
- 
- SHLEIFER A et VISHNY R.W.**, « Equilibrium short horizons of investors and firms », *American Economic Review*, (Vol. 80, 1990), p.148-153.
- 
- THUROW L.C.**, *The Coming Economic Battle Among Japan, Europe and America*”, Warner books edition, 1993.
- 
- WAHAL S et Mc CONNELL J.J.**, « Do Institutional Investors Exacerbate Managerial Myopa », *Journal of Corporate Finance*, (Vol. 6, 2000), p.307-329.
-