

# **Gouvernement d'entreprise et liquidité sur le marché parisien<sup>a</sup>**

Edith Ginglinger  
[Edith.Ginglinger@dauphine.fr](mailto:Edith.Ginglinger@dauphine.fr)

Jacques Hamon  
[Jacques.Hamon@dauphine.fr](mailto:Jacques.Hamon@dauphine.fr)

Cereg  
Université Paris-Dauphine,  
Place du Maréchal de Lattre,  
75775 – Paris cedex 16  
Tél. 01 44 05 42 57

---

<sup>a</sup> Le projet est rédigé en français, mais l'article sera rédigé en anglais.

## Résumé :

Cette étude a pour objectif de mettre en évidence l'impact sur la liquidité des titres de différentes caractéristiques de la structure d'actionariat et plus largement du gouvernement des entreprises cotées sur le marché parisien. Les mesures de liquidité utilisées sont les suivantes : la profondeur, la fourchette, la composante asymétrie d'information de la fourchette. Différentes caractéristiques des firmes seront étudiées : le type d'actionariat (dirigeants, famille, institutionnels), le non-respect de la règle une action/un droit de vote par les différentes modalités utilisées en France (actions sans droits de vote, droits de vote double, limitation des droits de vote en assemblée) et plus généralement la dissociation entre droits aux cash flow et droits de vote, notamment par le recours aux structures pyramidales. L'influence sur la liquidité de la composition du conseil d'administration (taille, qualité des membres, internes/indépendants...), de l'existence de déclaration de franchissement de seuils statutaires, ainsi que de volumes importants de stocks-options, est également examinée.

# Plan du projet

I. Objectifs de la recherche

II. Revue de littérature

1. Structure d'actionnariat et liquidité

2. Divergences droits aux flux de trésorerie/droits de vote

3. Bénéfices privés et liquidité

III. Méthodologie et résultats attendus

1. L'échantillon

2. Les mesures de la liquidité

3. Les tests empiriques

IV. Intérêt pratique de la recherche

V. Planning de recherche

VI. CV Edith Ginglinger

CV Jacques Hamon

## ***I. Les objectifs de la recherche***

Le degré de liquidité a une forte incidence sur les coûts de transaction supportés par l'investisseur. L'objectif de cet article est d'examiner l'impact sur la liquidité de la structure d'actionnariat et d'autres caractéristiques du gouvernement d'entreprise. Selon Holmström et Tirole (1993), la concentration de l'actionnariat réduit l'incitation des investisseurs à contrôler la direction, diminue le volume d'informations disponibles sur la firme et réduit la liquidité. Les études empiriques sur le marché américain ne confirment cependant pas toutes ce résultat. L'examen des entreprises françaises, caractérisées par un actionnariat en moyenne beaucoup plus concentré qu'aux Etats-Unis, permet d'apporter un nouvel éclairage sur la question.

La liquidité du marché français a fait l'objet de nombreuses études empiriques que l'on peut regrouper en quatre domaines : la description et la construction d'indicateurs de liquidité et l'étude de leur comportement en séance ou suivant les marchés, l'étude de la concurrence inter-marchés (Jacquillat et Gresse, 1998 ou Hamet, 2002), l'étude d'une liaison entre le taux de rentabilité attendu et le degré de liquidité (Hamon et Jacquillat, 1999), l'étude autour d'événements spécifiques tels que l'annonce de bénéfices (Gajewski, 1999), le changement de modalités de cotation (Muscarella et Piwovar, 2001) ou l'introduction d'un fixing de clôture (Pagano et Schwartz, 2003). En revanche, l'incidence de la structure d'actionnariat et de différentes caractéristiques de gouvernement d'entreprises sur la liquidité, n'a pas, à notre connaissance, été étudiée. Or le marché français, à l'instar d'autres marchés européens, est caractérisé par un actionnariat en moyenne concentré et l'existence de pratiques destinées à renforcer le pouvoir des actionnaires de référence. L'objectif de cette étude est de mettre en évidence, toutes choses égales par ailleurs (taille, marché de cotation, activité) l'impact de la structure de l'actionnariat (contrôlé, actionnaire de référence, dispersé), du type d'actionnaire (famille, dirigeants, institutionnels français et étrangers, société de capital risque...), ainsi que des dérogations à la règle une action-un droit de vote, sur la liquidité des actions françaises.

Les questions suivantes font notamment l'objet d'un examen approfondi :

- les firmes pour lesquelles il n'y a pas de divergence droits de vote (DV)/droits aux cash flow (DCF) ont-elle une meilleure liquidité pour une concentration égale de l'actionnariat ?
- L'abandon des DV doubles et leur remplacement par un dividende majoré conduit-elle à une amélioration de la liquidité ?

- Existe-t-il une différence dans l'impact sur la liquidité des différentes modalités de limitation des droits de vote ?
- Pour un flottant identique, l'existence de structures pyramidales renforçant la divergence DV/DCF a-t-elle une incidence sur la liquidité ?
- Quel est le rôle et l'impact sur la liquidité et l'asymétrie d'information de la présence d'investisseurs institutionnels ?
- Quelle est l'incidence du type d'actionnaire principal (dirigeant, famille, autre) ?
- Quelle est l'incidence de l'existence d'un nombre important de stock-options ?
- La taille et la composition du conseil d'administration ont-elles un impact sur la liquidité ?

## ***II. La revue de la littérature***

Nous nous intéresserons en premier lieu au lien entre la structure de l'actionariat et la liquidité. En second lieu, les questions de divergences entre droits de vote et droits aux flux de trésorerie sont abordées. Enfin, l'incidence de ces divergences et des autres caractéristiques de gouvernement d'entreprise sur la liquidité est examinée.

### *1. Lien entre structure d'actionariat et liquidité*

Les transactions d'informés sont au cœur du fonctionnement des marchés. La structure d'actionariat, et notamment la détention de fractions significatives des actions, est fréquemment prise en compte comme variable d'approximation pour la présence d'investisseurs informés. Lorsque les dirigeants détiennent des actions ou lorsqu'un actionnaire majoritaire est en mesure de nommer les dirigeants, on considère qu'ils sont informés. Les investisseurs institutionnels sont également fréquemment considérés comme informés, car, étant donné les volumes en jeu, ils ont la possibilité de collecter de l'information.

Les études menées aux Etats-Unis n'aboutissent pas toutes à des résultats convergents sur le sens de la relation entre la liquidité et la présence d'actionnaires importants. En effet, les actionnaires de référence pris en compte dans ces études sont pour l'essentiel des investisseurs institutionnels. Dans la mesure où ceux-ci ont une préférence pour les titres les plus liquides, il convient de traiter le problème de l'endogénéité. Dennis et Weston (2001)

utilisent par exemple un système d'équations simultanées pour déterminer tout à la fois la structure d'actionnariat (détention par les institutionnels) et la fourchette. Ils établissent, pour 5500 firmes cotées aux Etats-Unis, que l'amplitude de la fourchette relative est négativement liée à l'actionnariat institutionnel. Au contraire, Heflin et Shaw (2000) trouvent une relation positive entre bid-ask spread et détention de blocs. C'est le cas également de Kothare et Laux (1995), mais eux ne traitent pas de l'endogénéité, ainsi que de Sarin, Shastri et Shastri (2001). Selon Dennis et Weston (2001), la composante asymétrie d'information de la fourchette est positivement reliée à la part du capital détenu par des insiders et à celles détenue par des investisseurs institutionnels.

Ces études, effectuées sur le marché américain, concernent des insiders détenant des fractions limitées du capital. En moyenne sur leur échantillon, ils possèdent 9.79% des actions tandis que la part des institutionnels est de 31.06%. Il ne s'agit pas d'actionnariat concentré au sens où nous pouvons l'entendre en Europe.

## *2. Divergence droits aux flux de trésorerie/droits de vote*

A la suite des travaux de La Porta et al. (2000), de nombreuses études se sont intéressées à l'environnement légal et réglementaire des marchés. Ces analyses se focalisent en particulier sur la protection des droits des actionnaires, et la manière dont celle-ci influe sur les performances des titres. La divergence DV/DCF (titres sans droits de vote ou à droits de vote multiple) est notamment examinée. Ces études permettent de mesurer la valeur des droits de vote (qui correspond également à une mesure des bénéfices privés liés au contrôle) en comparant la valeur d'une action à droit de vote à celle sans droit de vote (voir Nenova, 2002), après correction pour tenir compte des différences de dividendes ou de liquidité entre les deux types de titres<sup>1</sup>. Les bénéfices privés recouvrent la possibilité de nommer les administrateurs, le PDG, de procéder à des transferts d'actifs vers d'autres sociétés, de tirer profit diversement de la firme au détriment des actionnaires minoritaires.

La divergence entre DV et DCF provient de la structure des groupes (par exemple, pyramides), de la limitation de l'exercice des DV en assemblée générale, de l'existence

---

<sup>1</sup> Une autre manière d'apprécier la valeur des bénéfices privés est utilisée notamment par Dyck et Zingales (2002) : lors du transfert d'un bloc de contrôle, le prix payé par l'acquéreur reflète la part correspondante des flux de trésorerie, augmentée du bénéfice privé tiré du contrôle. Après l'annonce, le prix des titres sur le marché reflète seulement les flux de trésorerie attendus, étant donné la nouvelle direction. Les bénéfices privés peuvent ainsi être approximés par la différence entre les deux prix. Cette méthode est toutefois difficile à mettre en œuvre en France, en raison de l'obligation de lancer une offre publique lorsque la cession d'un bloc conduit à dépasser les seuils légaux.

d'actions sans droits de vote (exemple actions à dividendes prioritaires sans DV) ou d'actions à droits de vote multiple. En France, la plupart des firmes prévoient dans leurs statuts que la détention d'une action pendant une durée allant de 2 à 4 ans (maximum pour les sociétés cotées) confère un droit de vote double. Il semblerait que ce cas soit unique ou tout au moins rare dans le monde. Ce droit n'est pas cessible : après cession, l'action redevient une action à droit de vote unique jusqu'à ce que le délai prévu soit à nouveau atteint. Le droit de vote double permet ainsi de dissocier droit aux cash flows et droit au contrôle, et mesure les bénéfices privés pour les actionnaires majoritaires actuels.

Dans le cas français, les titres à droit de vote double et les titres à droit de vote simple sont cotés sur la même ligne et ont ainsi la même valeur : cette situation est originale par rapport aux « dual class shares » telles que les actions à dividende prioritaire sans droit de vote en France ou à droits de vote multiple dans d'autres pays. Les actions détenues par les actionnaires de référence sont à DV double, et permettent d'extraire des bénéfices privés, au-delà de ce qui est possible pour une même fraction du capital sans DV double.

### *3. Actionnariat, bénéfices privés et liquidité*

Quelles sont les conséquences de cette divergence DCF/DV ? La perte d'influence des actionnaires non majoritaires peut conduire à l'éviction des investisseurs institutionnels, qui n'accepteront pas d'acheter des titres non protégés contre les prélèvements. Dahlquist, Pinkowitz, Stulz, and Williamson (2003) montrent que le biais local des portefeuilles des investisseurs américains résultent pour partie des divergences DCF/DV. Ainsi, la France compte pour 2.96% du portefeuille mondial, 2.34% du flottant mondial, et 0.65% des portefeuilles des investisseurs américains<sup>2</sup>.

Il existe à présent une littérature assez abondante sur les conséquences des divergences entre DCF/DV sur la valeur de la firme. Le flottant, correspondant à des titres à droit de vote inférieur à 1, est valorisé à un prix réduit. La Porta et al. (2002) mettent ainsi en évidence une valeur moindre pour les firmes des pays où les investisseurs sont mal protégés. Claessens et al. (2002) montrent sur un échantillon de firmes asiatiques que la différence entre DCF et DV

---

<sup>2</sup> Dahlquist et Robertson (2001) montrent, sur un échantillon d'entreprises suédoises, que les investisseurs institutionnels sous-pondèrent les firmes ayant un actionnaire majoritaire. Au contraire, les investisseurs individuels surpondèrent les firmes à actionnariat concentré (NB. L'actionnaire majoritaire peut être un individu). Ce dernier article ne s'intéresse toutefois pas à la divergence DV/DCF.

entraîne une décote croissante avec cette différence. Cet effet est en particulier amplifié lorsque l'actionnaire principal est une famille. Bebchuk, Kraakman, and Triantis (2000) estiment que les coûts d'agence associés à une divergence DCF/DV sont supérieurs à ceux constatés en présence d'un actionnaire principal détenant également une majorité des droits au flux de trésorerie.

L'impact des caractéristiques de gouvernement d'entreprises sur la liquidité des marchés a été peu étudié. Certaines études s'intéressent au lien entre le degré de protection des investisseurs dans un pays et la liquidité de son marché. Ainsi Brockman et Chung (2003) comparent la liquidité des titres cotés à Hong Kong selon que les firmes sont localisées à Hong Kong (bonne protection des investisseurs) ou en Chine. Ils montrent que la liquidité des premières est plus grande que celle des secondes.

Il reste à examiner les effets des structures d'actionariat et les conséquences de la divergence DCF/DV sur la liquidité des titres cotés sur un même marché. Bhide (1993) stipule qu'une structure d'actionariat dispersée améliore la liquidité d'un titre et souligne l'importance aux Etats-Unis de la règle une action-un droit de vote pour la liquidité des marchés. A notre connaissance, l'article de Attig, Gadhoun et Lang (2002), qui analyse le marché canadien sous cet angle (1167 entreprises canadiennes, sur la période 1994-1996), est le premier à étudier le lien structure d'actionariat/liquidité sur un marché. Les firmes canadiennes cotées ont des structures d'actionariat en moyenne concentrées. La mesure de liquidité utilisée est la fourchette. Les auteurs recourent à des équations simultanées pour éviter les problèmes d'endogénéité entre structures d'actionariat et liquidité.

Leurs résultats sont les suivants :

- La présence d'un actionariat familial accroît la fourchette.
- L'amplitude de la divergence DCF/DV, l'existence de structures pyramidales sont des déterminants importants de la fourchette, surtout en présence d'un actionariat familial.
- C'est bien la concentration des droits de vote et non de la détention d'actions qui explique l'accroissement de la fourchette.

### ***III. Données et méthodologie***

#### *1. L'échantillon*

L'échantillon est composé de toutes les entreprises françaises cotées à Paris sur les trois marchés, pour lesquelles les informations relatives à la structure d'actionnariat et aux différentes caractéristiques du gouvernement d'entreprises sont disponibles (entre 500 et 800 entreprises). Ces informations sont collectées dans les rapports annuels de 1998 et 2000, complétées pour la détention d'actions par les investisseurs institutionnels par l'utilisation de la base de données shareworld.

Les données boursières utilisées sont celles diffusés depuis janvier 1995 par Euronext sur CD-Roms mensuels. Les données présentes concernent tous les titres cotés sur le Premier, le Second et Le Nouveau Marché. On y trouve les données de transaction (cours et volumes), les données de fourchettes (bid-ask spread, mais aussi profondeur) avec un horodatage à la seconde. Egalement présentes les données hors marché central (marché de blocs et transactions en « off-hours »). A partir de ce vaste ensemble de données, jusque fin 2002 :

- 1/ on établira une consolidation par titres des données issues de divers marché (NSC, bloc, « off-hours »)
- 2/ on réalisera une mise en correspondance des données de transaction et de fourchettes et une identification du sens des transactions (à l'initiative d'un acheteur ou bien d'un vendeur)
- 3/ on établira des bases périodiques : quotidiennes, horaires et par quart d'heure (pour les titres cotés en continu dans les deux derniers cas).

#### *2. Les mesures de la liquidité*

Les variables de liquidité et d'asymétrie d'information seront estimées à partir des données de marché d'Euronext (cf ci-dessus). La fourchette et la profondeur observées sur le marché constituent une première étape.

La décomposition de la fourchette et l'identification de part liée à l'asymétrie d'information sera modélisée selon Huang et Stoll (1997).

$$V_t = V_{t-1} + \alpha \times \frac{S}{2} \times Q_{t-1} + e_t$$
 avec S, la fourchette supposée constante, Q, le sens de la transaction, (-1 une vente et +1 un achat), V, la valeur (inobservable) de l'action et  $\alpha$ , la part attribuable à l'asymétrie d'information. Le changement de valeur V suppose que la

transaction révèle l'information privée qui est ainsi incorporée dans les cours. L'information publique a un impact sur le terme résiduel. Les auteurs aboutissent au modèle suivant :

$$\Delta P_t = (\mathbf{a} + \mathbf{b}) \times \frac{S}{2} \times Q_{t-1} + \frac{S}{2} \times (Q_t - Q_{t-1}) + e_t$$

avec P le cours,  $\beta$  la part de la demi-fourchette attribuable au coût de gestion de position. On peut estimer  $1-(\alpha+\beta)$  qui représente la part de la demi-fourchette qui est due ni au problème d'inventaire ni à celui d'asymétrie d'information. Si les coûts d'inventaire sont négligeables, ce qui constitue une hypothèse a priori plus acceptable sur un marché d'agence électronique que sur les marchés de dealers traditionnels, on obtient une estimation de la part de la fourchette imputable à l'asymétrie d'information.

L'application de ce modèle à différentes sous-périodes permet d'obtenir des indicateurs d'asymétrie pour chaque entreprise sur différentes périodes.

### *3. Les tests empiriques*

Les études suivantes seront réalisées :

- composantes de la fourchette par groupes de structure d'actionnariat ;
- étude particulière des composantes de la fourchette suivant le degré de présence des institutionnels ou suivant le degré de présence d'insiders ;
- composantes de la fourchette selon le degré de divergence entre les droits aux cash flows et les droits de vote ; selon les origines de la divergence (pyramides, droits de vote double, limitation en assemblée générale...);
- composantes de la fourchette selon l'existence de seuils statutaires, en fonction de la composition du conseil d'administration, du volume des stock-options non exercées.

Ces différentes études seront réalisées toutes choses égales par ailleurs, en tenant compte des déterminants classiques de la liquidité.

## ***IV. L'intérêt pratique de la recherche***

### *Pour les entreprises*

L'étude de l'impact sur la liquidité de la structure de l'actionnariat et des différentes caractéristiques de gouvernement d'entreprise permet de mettre en lumière le coût effectif de

ces éléments pour l'entreprise. En effet, une réduction de la liquidité implique une augmentation du coût du capital, toutes choses égales par ailleurs. Cette réduction de la liquidité peut être accentuée par l'effet dissuasif des mesures de renforcement du contrôle sur la présence dans le capital de certains investisseurs institutionnels.

#### *Pour les investisseurs*

Certains gestionnaires d'actifs ont fixé les objectifs de gestion annoncés aux investisseurs par rapport à des critères de répartition du capital. La compréhension des différences (avantages et inconvénients) entre titres de structures de capital différentes permet d'éclairer les choix (cf par exemple les fonds d'entreprises familiales chez Oddo). Comprendre les conséquences d'une domination d'un type d'actionnaire, les effets de la dissociation droits au cash flow/droits de vote ou de l'existence de stock-options en nombre important sur la liquidité peut éclairer les choix de portefeuilles.

#### *Pour le régulateur*

La loi de 1966 et son volet sur les droits de vote double doit-elle être gardée en l'état ? Quelle est l'économie (avantages/inconvénients) de ce dispositif ?

### ***V. Le planning***

La recherche comporte une première phase de constitution d'une base de données relative aux structures d'actionariat et aux autres caractéristiques de gouvernement d'entreprises. Ce travail est relativement long, pour constituer la base la plus complète possible. En effet, il nécessite pour partie des collectes manuelles à partir des rapports annuels des sociétés. Il sera également fait appel à la base de données shareworld. La base de données boursières Euronext nécessite un important travail d'organisation (consolidation, établissement de bases périodiques). Ces bases pourraient être constituées fin décembre 2003.

Les traitements statistiques pourraient être réalisés en mars 2003. L'article, en anglais, serait disponible en juin 2003.

## Bibliographie

- Attig N., Y. Gadhoun and L.H.P. Lang, 2002, Bid-Ask Spread, Asymmetric information and ultimate ownership, *ssrn*
- Bebchuk, L., R. Kraakman, and G. Triantis, 2000, Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights, in R.K. Morck, ed.: *Concentrated Corporate Ownership* (University of Chicago Press, Chicago, Il.).
- Bhide A. 1993, The hidden costs of stock market liquidity, *Journal of Financial Economics*, 34, 31-51.
- Brockman P. and D.Y. Chung, 2003, Investor protection and firm liquidity, *Journal of Finance*, 58, 2, 921-938
- Claessens S., S. Djankov, J. Fan and L. Lang, 2002, Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders, *Journal of Finance*, 57, 6, 2741-2771
- Dahlquist M. and G. Robertsson, 2001, Direct foreign ownership, institutional investors and firm characteristics, *Journal of Financial Economics*, 59, 413-440.
- Dahlquist M., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson, 2003, Corporate governance, investor protection and the home bias, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38,1
- Dennis P. et J. Weston, 2001, Who's Informed? An Analysis of Stock Ownership and Informed Trading, AFA 2002
- Dyck A. et L. Zingales, 2002, Private benefits of control: an international comparison, *Journal of Finance*, forthcoming
- Faccio M. and L. Lang, 2002, The separation of ownership and control: an analysis of ultimate ownership in western European corporations, *Journal of Financial Economics*, 65, 365-395
- Gajewski J.F., 1999, Earning announcements, asymmetric information, trades and quotes, *European Financial Management*, 5, 3, 411-423. (à partir d'une thèse soutenue au CEREG en 1996 sous la direction de Jacques Hamon)
- Hamet J., 2002, Is off-board trading detrimental to market liquidity?, *Financial Review*, v37(3, Aug), 385-402. (à partir d'une thèse soutenue au CEREG en 1998 sous la direction de Jacques Hamon)
- Hamon Jacques and Bertrand Jacquillat, 1999, Is there value-added information in liquidity and risk premiums?, *European Financial Management*, 5, 3, 369-394.

- Heflin F., and Shaw W. K., 2000, Blockholder Ownership and Market Liquidity, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 621-633.
- Holmström B. and J. Tirole, 1993, Market liquidity and performance monitoring, *Journal of Political Economy*, 101, 4, 678-709.
- Huang R.D. and H.R. Stoll, 1997, The components of the bid-ask spread: a general approach, *Review of Financial Studies*, 10, 4, 995-1034.
- Jacquillat B. and C. Gresse, 1998, The diversion of order flow on French stocks from CAC to SEAQ International: A Field Study, *European Financial Management*, 4, 2, 121-142.
- Kothare, M. and P.Laux, 1995, Trading costs and the trading systems for N A SD A Q stocks, *Financial Analysts Journal*, 42-53.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Schleifer A., and R. Vishny, 2000, Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 2002, Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance*, 57, 3, 1147-1170.
- Muscarella C.J. and M.S. Piwowar, 2001, Market microstructure and securities values: Evidence from the Paris Bourse, *Journal of Financial Markets*, 4, 209-229.
- Nenova T., 2003, The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis, *Journal of Financial Economics*, 68, 3
- Pagano M.S. and R.A. Schwartz, 2003, A closing call's impact on market quality at Euronext Paris, *Journal of Financial Economics*, 68, 3.
- Sarin A., Shastri K. A., and Shastri K., 2000, Ownership structure and stock market liquidity, Working Paper, Santa Clara University.

# Curriculum Vitae des chercheurs

Edith Ginglinger

Jacques Hamon

# Edith Ginglinger

Cereg  
Université Paris Dauphine  
Place du Maréchal de Lattre  
75775 – Paris cedex 16  
Tél. 01 44 05 42 57  
[edith.ginglinger@dauphine.fr](mailto:edith.ginglinger@dauphine.fr)  
<http://www.dauphine.fr/cereg>

## **FONCTIONS ACTUELLES**

Professeur à l'Université Paris-Dauphine (depuis le 1<sup>er</sup> septembre 2002)  
Membre du comité national du CNRS pour la section 37 (depuis mars 2002)

## **FONCTIONS ANTERIEURES**

1992-2002 : Professeur à l'Université Paris XII Val de Marne  
1989-1992 : Professeur à l'Université de Picardie  
1984-1989 : Maître-assistant à l'Université Paris X - Nanterre  
1983-1984 : Assistante à l'Institut de Gestion de Rennes (Université de Rennes I)

## **FORMATION**

1989 : Agrégation de Sciences de Gestion  
1988 : Doctorat d'Etat es Sciences de gestion, Université Paris Dauphine  
1984 : Doctorat de troisième cycle, finance, Université Paris Dauphine  
1982 : DEA de finance, Université Paris Dauphine

## **RESPONSABILITES ADMINISTRATIVES ET SCIENTIFIQUES**

### **Responsabilités au sein de l'Université Paris-Dauphine**

- Directrice du Cereg (depuis le 15 janvier 2003)
- Co-responsable du DEA de finance -104 (depuis le 1<sup>er</sup> mars 2003)
- Membre du conseil de l'UFR 3<sup>ème</sup> cycle Sciences des organisations (depuis le 16 janvier 2003)

### **Responsabilités au sein de l'Université Paris XII (1992-2002)**

- Responsable du DESS Ingénierie Financière, créé à la rentrée 1993

- Responsable du laboratoire Finance-comptabilité (Institut de Recherche en Gestion), depuis sa création en 1993 à 2002
- Membre du conseil d'administration de l'Université (de 1993 à 2001)
- Membre du conseil de la faculté de Sciences Economiques et de Gestion (de 1993 à 1997)
- Vice-présidente de la commission de spécialistes en gestion

### **Responsabilités scientifiques dans des congrès et des revues**

- Membre du conseil scientifique du congrès de la « European Finance Association», Berlin (août 2002).
- Membre du conseil scientifique du congrès européen de la « Financial Management Association», Paris (mai 2001)
- Membre du conseil scientifique du congrès international de l'AFFI à Grenoble (juin 1997), Lille (juin 1998), Aix (juin 1999), Paris (juin 2000), Namur (juin 2001), Strasbourg (juin 2002) et Lyon (juin 2003)
- Membre du conseil scientifique de la journée de recherche du congrès annuel de l'AFFI (de 1994 à 2001)
- Membre du comité de lecture des revues Finance, Contrôle, Stratégie et Banque et Marchés
- Lecteur pour les revues Finance, Politiques et Management Public, Revue Française de Gestion, European Financial Management
- Evalueur de dossiers de conventions Cifre

### **Autres responsabilités**

- Membre du comité national du CNRS pour la section 37 (depuis mars 2002)
- Membre du conseil d'administration de l'AFFI (depuis décembre 2000)
- Responsable au titre de l'AFFI de la demi-journée « rencontre chercheurs-industrie financière » du 6 décembre 2001.
- Membre du comité d'organisation (au titre de l'AFFI) des journées recherche de la FNEGE (12 octobre 2000, et 10 octobre 2002).
- Membre du jury du prix de thèse AFFI-Fnege en finance, 2001
- Membre des commissions de spécialistes en gestion des universités de Paris X et d'Amiens.
- Conseiller scientifique pour la finance de e-thèque, éditeur de e-books.

## **ENSEIGNEMENT**

Séminaire de finance d'entreprise, DEA Sciences de gestion (Paris 9 et Paris 12)

Théorie Financière de l'entreprise, Maîtrise de Sciences de Gestion, (Paris 9)

Entreprises et marchés financiers, DESS Ingénierie Financière (Paris 12)

Gestion financière, Maîtrise de Sciences de Gestion (Paris 12, jusqu'en 2002)

Investissement et financement, Maîtrise de Sciences de Gestion (option finance) (Paris 12, jusqu'en 2002)

Politique financière, Maîtrise de Sciences et Techniques Comptables et Financières (Paris 12, jusqu'en 2002)

## **DIRECTION DE TRAVAUX**

### **Encadrement doctoral**

#### **Thèses soutenues**

- Gourmel-Rouger Corinne “Politique d’endettement des collectivités territoriales et intermédiation financière” (thèse soutenue en janvier 1998, Maître de conférences à l'Université Bordeaux IV).
- Mercier Marie-Françoise “Le contrôle des risques des produits dérivés : une comparaison France-Allemagne” (thèse soutenue en juin 1999, salariée à la Commerzbank).
- Thauvron Arnaud “Offres publiques et asymétrie d’information” (thèse soutenue en janvier 2000, Maître de conférences à l'Université Paris 12).
- Serve Stéphanie “Analyse financière et évaluation du risque des collectivités locales en Europe” (thèse soutenue en décembre 2000, Maître de conférences à l’Université de Cergy), Prix de thèse du Grale, 2001.
- Taktak Zoubair “L’introduction en bourse de filiales de groupes en Europe : motivations et conséquences” (thèse soutenue en septembre 2002, salarié dans une banque Tunisienne).

#### **Thèses en cours**

- Amans Florence, Politique comptable et valeur de la firme : le cas des introductions en bourse, (Ater à l’université Paris 12)
- Jamet Benoît, La structure financière des groupes, (Ater à l’IUT de Valence)
- Ducros Eric, Actionnariat des dirigeants, asymétrie d’information et valeur de la firme, (allocataire-moniteur)
- Lakhel Faten, La politique de communication des résultats par les entreprises cotées (Boursière du gouvernement tunisien)
- Nural Irem, Indicateurs comptables, valeur de la firme et gouvernement d’entreprise (Assistante à l’Université Francophone de Galatasaray)
- Mellouli Yosra, Les politiques de rachat d’actions et leur impact sur le risque des firmes (Boursière du gouvernement tunisien)

### **Direction d’ouvrages**

De 1996 à 1999, direction d’ouvrages d’exercices de gestion aux éditions Nathan, collection “les cahiers de la 128”. Huit ouvrages sont parus, dans les domaines de la comptabilité et de la finance :

- Annie Delienne, Gestion de trésorerie et risque de taux, 1997
- Claude Cossu et Richard Milkoff, Comptabilité de gestion, 1997
- Edith Ginglinger, Les décisions de financement des entreprises, 1997
- Claude Cossu et Richard Milkoff, Contrôle de gestion, 1998
- Pascal Grandin, Gestion de portefeuille actions, 1998
- Michel Messina, Comptabilité générale, 1998
- Edith Ginglinger, Les décisions d’investissement, 1998
- Patrick Roger, Théorie financière, 1999

## **TRAVAUX ET PUBLICATIONS**

### **Articles dans des revues à comité de lecture**

Ginglinger E. (1984)

Les frais d'émission d'actions nouvelles par les sociétés cotées, La Revue du Financier, novembre/décembre, p.33 - 40.

Ginglinger E. (1984)

Les facteurs explicatifs du prix d'émission des actions nouvelles: une étude empirique sur la période 1969-1982. Analyse Financière. 4ème trimestre. p.72 - 77.

Ginglinger E. (1985)

L'évaluation de la commission de garantie lors d'une émission d'actions nouvelles, Economies et Sociétés, Série Sciences de Gestion, n° 6, p.103 - 117.

Ginglinger E. (1985)

Le prix d'émission des actions nouvelles : une application de la théorie des options aux augmentations de capital, Finance, n°1, p.23-40.

Ginglinger E. (1987)

Dilution et évaluation des bons de souscription d'actions, Analyse Financière, 1<sup>er</sup> tr, p.84 - 87.

Ginglinger E., et M. Levasseur (1989)

Déductibilité des dividendes versés aux actions nouvelles, décisions de financement et valeur de la firme, Economies et Sociétés, Série Sciences de Gestion, n°1, p.73-84.

Ginglinger E. (1989)

Efficacité et comportement financier des entreprises réglementées, Revue Française de Gestion, n°74, juin-juillet-août, p.69-71.

Ginglinger E. (1990)

Firmes réglementées, contrats incitatifs et asymétrie d'information, Economies et Sociétés, Série Sciences de Gestion, p.93-109.

Delienne A. et E. Ginglinger (1995)

Le comportement des emprunts obligataires émis par les collectivités locales entre 1986 et 1994 : prime de risque, liquidité et assimilation, Revue d'Economie Financière, n°32 (supplément), p.45-69.

Ginglinger E. (1996)

Augmentation de capital en numéraire : faut-il maintenir le droit préférentiel de souscription ? Revue Française de Gestion, n°107, p. 5-17.

Delienne A. et E. Ginglinger (1996)

Notation, rehaussement de crédit et prime de risque des obligations des collectivités locales, Banque et Marchés, n°22, p. 29-35

Gajewski J.F. et E. Ginglinger (1996)

Augmentation de capital en présence d'asymétrie d'information, Revue Finéco (Canada), vol.6, n°1 et 2, p.31-54

Ginglinger E. (2000)

Le point sur le financement par obligations convertibles, Banque et Marchés, n°44, p. 53-58

Ginglinger E. (2000)

Les émissions d'actions : une synthèse de la littérature, Gestion - Revue internationale de gestion (Canada), vol. 25, n°3, p. 92-103.

Ginglinger E. et J.F. L'Her (2001), Le point sur les rachats d'actions, Banque et Marchés, n°50, p. 45-51

Chollet P. et E. Ginglinger (2001)

The pricing of French unit seasoned equity offerings, European Financial Management, 7,1, p. 23-38

Faugeron-Crouzet A.M et E. Ginglinger (2001)

Introduction en bourse, signal et émissions d'actions nouvelles sur le second marché français, Finance, 22, 2, p. 51-74

Ginglinger E. (2001)

Les introductions en bourse, d'un cycle à l'autre, Banque et Marchés, nov-déc, n°55, p. 6-7

Gajewski J.F. et E. Ginglinger (2002)

Seasoned equity issues in a closely held market : evidence from France, European Finance Review, 6,3, 291-319.

Ginglinger E. (2002)

L'actionnaire contrôleur, Revue Française de Gestion, 28, 141, 37-55

Ginglinger E. et Z. Taktak (2003), Le point sur les actions reflats (tracking stocks), Banque et Marchés, à paraître

## **Communications dans des congrès (depuis 1998)**

Chollet P. et E. Ginglinger (1998)

The pricing of French unit seasoned equity offerings  
congrès de l'European Financial Management Association, Lisbonne

Gajewski J.F. et E. Ginglinger (1998)

Seasoned equity issues in a closely held market : evidence from France  
congrès de l'European Financial Management Association, Lisbonne  
congrès de la Northern Finance Association, Toronto  
conférence Raising capital in different national markets, Francfort

Faugeron-Crouzet A.M et E. Ginglinger (1999)

Introduction en bourse, signal et émissions d'actions nouvelles sur le second marché français,  
Congrès de l'AFFI, Aix-en-Provence

Faugeron-Crouzet A.M, Ginglinger E. et V. Vijayraghavan (2000)  
French IPO returns and subsequent security offerings : signaling hypothesis versus market feedback hypothesis, congrès de l'European Financial Management Association, Athènes

Ginglinger E. et JF. L'Her (2002)  
Ownership structure and open market stock repurchases in France, congrès de l'European Financial Management Association, Londres, 2002

Gajewski JF., Ginglinger E. et M. Lasfer (2002)  
Why do companies include warrants in SEOs : the case of French unit offerings, congrès de la Multinational Finance Society, Chypre, et congrès de l'AFFI, Strasbourg

## **Chapitres d'ouvrages collectifs**

Ginglinger E. (1990)  
Contrats de concession et comportement des opérateurs privés de services publics locaux. dans : Performances des services publics locaux, Litec, p.203-242.

Ginglinger E. (1992)  
Le financement des entreprises par capitaux propres externes, article de l'Encyclopédie du Management, Vuibert.

Ginglinger E. (1997)  
Marchés de capitaux et financement de l'entreprise, Encyclopédie des marchés financiers, Economica.

Ginglinger E. (1999)  
Dilution, mot-définition de l'Encyclopédie du management, Dalloz.

Ginglinger E. (2003)  
Myers, contribution à l'ouvrage "les grands auteurs en finance", sous la direction de Michel Albouy, Editions Management Société, à paraître

## **Ouvrages**

Le financement des entreprises par les marchés de capitaux, PUF, 1991.  
Gestion financière de l'entreprise, Mémentos Dalloz, 1991.  
Les sept lectures du bilan, Co-auteur: F. Turcq, Nathan, 1993.  
Mathématiques financières, Co-auteur: J.M. Hasquenoph, Economica, 1995.  
Les décisions de financement des entreprises, cas et exercices de gestion, Nathan, 1997  
Les décisions d'investissement, cas et exercices de gestion, Nathan, 1998.

## **Articles de vulgarisation**

Les mandats multiples n'affectent pas l'efficacité des administrateurs, 2003, Option finance, n°723, 10 février  
Y a-t-il un lien entre indépendance du conseil d'administration et performances des entreprises ? 2003, Option finance, n°, mars

# Jacques Hamon

Cereg  
Université Paris Dauphine  
Place du Maréchal de Lattre  
75775 – Paris cedex 16  
Tél. 01 44 05 42 57  
[hamon@dauphine.fr](mailto:hamon@dauphine.fr)  
<http://www.dauphine.fr/cereg>

Docteur d'Etat en Sciences de Gestion.  
Professeur de Sciences de Gestion à l'Université Paris-Dauphine depuis octobre 1990.

---

## Fonctions et charges administratives

1973-1980 : assistant à l'Université de Rennes 1  
1981-1990 : Maître assistant puis Maître de Conférence à l'Université de Rennes 1  
1977 (trimestre d'automne) : Professeur invité à l'Université Laval, Québec  
1994-2001 Directeur du CEREG  
1995-2001 Directeur de l'URA CNRS n° 1238  
Membre élu du Conseil de l'UFR de 3è cycle « Sciences des organisations » de l'Université Paris-Dauphine, de janvier 1995 à février 1999.  
Responsable du Certificat finance et de la filière finance de seconde année de la Maîtrise des Sciences de Gestion, depuis mars 1993.  
Directeur du DEA 104 (Finance et Gestion financière) de l'université Paris-Dauphine de octobre 1991 à juin 1997.  
Membre de la « Commission des doctorats » de l'Université Paris-Dauphine d'octobre 1991 à juin 1997.  
Membre du groupe d'experts « Economie et Gestion », DSPT 7, du ministère de l'enseignement Supérieur et de la Recherche de janvier 1994 à décembre 1997.  
Vice-président de la commission de spécialité en Sciences de Gestion de l'Université Paris-Dauphine de 1995 à 1997.  
Membre élu du Conseil d'Administration de l'Université Paris-Dauphine de 1994 à 1996.

---

## Liste des publications

### OUVRAGES

« La Bourse », PUF, Collection *Que Sais-je ?*, Septembre 2002, en collaboration avec B. Jacquillat

« *Marché d'actions : architecture et microstructure* », *Economica*, février 1995, 112 pages.

"Recherches en finance du CEREG", (co-éditeur avec B. Jacquillat), *Economica*, mars 1994.

"Le marché français des actions : études empiriques, 1977-1991", *PUF*, mai 1992, (en collaboration avec Bertrand Jacquillat), 457 pages.

"Investissement et contraintes financières. Une étude sur données individuelles" (en collaboration avec J.F. Malécot). *Rapport de l'étude menée dans le cadre de l'ATP Analyse quantitative de l'économie française*. Mars 1985, 194 pages.

## ARTICLES PUBLIES

« E.F. Fama et l'efficience informationnelle », article dans « Les grands auteurs en Finance », 2003, édité par M. Albouy, éditions EMS.

« Le rôle et l'évolution des institutions de surveillance », **Revue Française de Gestion**, 2002, Décembre.

« La répartition des droits de vote, leur exercice et l'efficacité économique », **Revue d'Economie Financière**, n° 63, 2001, p. 175-209.

« Is there a value-added in liquidity and risk premium ? », écrit en collaboration avec B. Jacquillat, *Journal of European Financial Management* Association, October 1999.

Articles « Cotation », « Fourchette », « Microstructure » et « Position de place » in *Encyclopédie Dalloz de Gestion et de Management*, R. Le Duff (éditeur), 1998.

« Allocation tactique de portefeuille et prime de liquidité », écrit en collaboration, paru dans un ouvrage collectif (Biais, Davydoff et Jacquillat éditeurs) aux PUF, 1997.

« Fourchette et frais de transaction », **Bulletin Mensuel de la COB**, janvier 1997.

« Efficience faible. Efficience semi-forte », in *Encyclopédie des marchés financiers*, Y. Simon éditeur, *Economica*, 1997, 24 pages.

« Microstructure des marchés », in *Encyclopédie des marchés financiers*, Y. Simon éditeur, *Economica*, 1997, 25 pages.

« Marché du contrôle et discipline des dirigeants », **Bulletin Mensuel de la COB**, n° 294, Septembre 1995, p. I-XVII.

"Offre de liquidité et modalités d'organisation d'un marché", (en collaboration), in *Recherches en Finance du CEREG*, *Economica*, 1994.

« A program to increase the liquidity of shares in the French equity market », (Coll), in "Global equity markets: technological, competitive and regulatory challenges", *Schwartz editor*, **Irwin**, 1995.

"Market structure and the supply of liquidity" (Coll), in "Global equity markets: technological, competitive and regulatory challenges", *Schwartz editor*, **Irwin**, 1995.

"Choc, rebond et coût de portage : la danse de la fourchette", **Banques et Marchés**, décembre 1992.

"Marché d'action et gestion de portefeuille". *Article de l'encyclopédie du Management*, publiée par Vuibert. Avril 1992.

"Les données actions de la banque de données boursières AFFI-SBF", (En collaboration avec B. Jacquillat), **Finance**, Juin 1991, p. 65-104.

"Saisonnalités des rentabilités dans la semaine et la séance à la bourse de Paris" (*en collaboration avec B. Jacquillat*), *Finance*, 12, Juin 1991, p. 105-126.

"Le caractère saisonnier des rentabilités mensuelles à la bourse de Paris". *Finance*, Juin 1986, p. 57-74.

"Contraintes financières et demande d'investissement" (*En collaboration avec J.F. Malécot*). *Revue Economique*, Septembre 1986, p.

"Recherche financière et base de données bibliographiques : Dauphin un nouvel outil pour la recherche financière" (*En collaboration avec A. Galesne*). *Economies et Sociétés, Sciences de Gestion*, Tome XVIII, 1984, p. 159-228.

"Tentative de mise en évidence de dépendances à long terme à la bourse de Paris, 1957-1971". *Journal de la Société de Statistiques de Paris*. 1977, Tome 118, n° 1, p. 50-59.

"L'analyse technique et la théorie de l'efficience des marchés boursiers". *Analyse Financière*. n° 29, 1977, p. 52-56.

"Prévision de cours boursiers et méthode "points et croix" : une simulation à partir de valeurs françaises". *Analyse Financière*. n° 22, 1975, p. 24-37.

"Application d'un modèle de moyennes mobiles au marché français des valeurs à revenu variable". *Revue de Science Financière*. 3<sup>ème</sup> trimestre 1974, p. 669-694.

---

## **Direction de thèses et HDR soutenues récemment**

Juan **Raposo**, Les stratégies de placement d'ordres, décembre 2002.

Magali **Zuanon**, Les incidences de la liquidité imparfaite sur le marché des actions, Septembre 2000, actuellement enseignante à l'Universita Cattolica S. Cuore de Milano, Italie

Christophe **Morel**, Bulle, engouement et formation des anticipations, Juillet 2000, actuellement à la CDC

Mourad **Ayachi**, Impact de l'introduction d'options sur le marché des actions, Juillet 2000

Thierry **Foucault**, Microstructure, HDR, mai 2000, Professeur à HEC

Kaouther **Jouaber**, Janvier 2000, actuellement Maître de Conférences à l'Université Paris-Dauphine

Pierre **Cholet**, Les bons de souscriptions, HDR, Septembre 1999, actuellement Professeur à l'Université d'Aix Marseille

Mohamed **Ahnani**, « *Modèles de valorisation d'options exotiques. Réflexions en temps continu et en temps discret* », soutenue le 29 janvier 1999, avec mention honorable. M. Ahnani est actuellement associé au cabinet Philipponnat et associés.

Annaïck **Guyvarc'h**, « *Asymétrie d'information et délits d'initiés* », soutenue le 21 janvier 1999, avec mention très honorable et félicitations du jury. A. Guyvarc'h est actuellement Maître de Conférences à l'IUT de Fontainebleau (Paris XII)

Fabrice **Riva**, « *Le rôle du système CAC et du marché des blocs dans l'offre de liquidité de la bourse de Paris* ». Soutenue le 13 janvier 1999 avec mention très honorable et félicitations du jury. F. Riva est actuellement Maître de Conférences à l'Université Paris Dauphine.

Olivier **Guilbault**, «Le coût caché de la liquidité », Soutenue le 18 décembre 1998 avec mention très honorable.

Isabelle **Pras**, « Modélisation de l'impact des variables économiques et financières sur le bilan des compagnies d'assurance-vie en France », soutenue le 19 novembre 1998, Mention très honorable avec félicitations du jury. Isabelle Pras travaille à Generali à Paris.

Joanne **Hamet**, « *La cotation des titres d'une entreprise française sur un marché étranger et ses conséquences pour l'actionnaire* », soutenue le 16 octobre 1998 avec mention très honorable et félicitations du jury. J. Hamet est actuellement Maître de Conférences à l'Université Paris 12, et vient de réussir l'agrégation (mai 2003)

Fatimata **Ly**, « La structure financière : l'apport de la théorie des jeux et des modèles de causalité », Soutenance le 9 janvier 1998. Mention très honorable avec félicitations du jury. F. Ly est actuellement Maître de Conférences à l'Université de Le Mans.

Carole **Gresse**, « *La fragmentation des marchés financiers. Réflexion théorique et preuves empiriques sur les actions françaises* ». Soutenance le 11 janvier 1997. Mention très honorable avec félicitations à l'unanimité. C. Gresse est Professeur à l'Université de Nanterre.

Bruno-Laurent **Moschetto** « *Le caractère mimétique du comportement des intervenants financiers* ». Soutenance le 9 janvier 1997. Mention très honorable avec félicitations à l'unanimité. Thèse publiée en 1998 chez Economica, B.L. Moschetto est actuellement Maître de Conférences à l'Université de Valenciennes.

Robert **Korona** , « Efficiencce des marchés à terme de devises, étude d'anomalies ». Soutenance en décembre 1996. Mention très honorable. Monsieur Robert Korona est actuellement cadre à la Handlowi Bank de Varsovie.

Jean-François **Gajewski**, « *Les mécanismes de révélation de l'information sur les marchés financiers* ». Soutenance le 18 janvier 1996. Mention très honorable avec félicitations à l'unanimité. Prix de thèse de la SBF 1996. Thèse publiée chez Economica. Jean-François Gajewski est depuis octobre 1999 Professeur à l'Université de Paris XII.