

RESTRUCTURATION OU DÉSINTÉGRATION DU RÉSEAU DES FIRMES ALLEMANDES ?

L'histoire allemande récente témoigne d'une réduction des holdings d'institutions financières, autrefois particulièrement présentes, et suggère une tendance à la désintégration du réseau allemand de propriété des entreprises et à l'adoption d'un mode de gouvernance plus proche du système anglo-saxon. Pourtant, la persistance de la structure d'ensemble du réseau d'actionariat suggère que la structure globale reste robuste. Quel en serait alors l'intérêt ? L'analyse de petit monde menée par les auteurs suggère une réponse fascinante : les banques détenues par l'État et les gouvernements locaux continueraient à exercer le contrôle par des participations croisées bien structurées. Le capitalisme allemand n'est pas global. Il n'est pas national. Il est régional.

PAR **Bruce KOGUT**, INSEAD, et **Gordon WALKER**, SOUTHERN METHODIST UNIVERSITY (*)
Traduit par **Emmanuelle VAAST**, Long Island Business School

La globalisation ne passe pas seulement par l'ouverture des frontières aux échanges et au capital, mais également par la diffusion des institutions et des pratiques et par l'érosion des formes traditionnelles nationales de gouvernance. Une telle diffusion est particulièrement notable dans le domaine de la gouvernance d'entreprise et de l'actionariat des firmes. De ce point de vue, l'économie allemande présente un cas intéressant et important car il a été considéré pendant longtemps comme un prototype du « corporatisme » [Amable, 2000, Boyer, 1998]. Dans ce système, un ensemble d'institutions complémentaires offre un équilibre putatif aux acteurs corporatistes. Ces institutions agissant de façon complémen-

taire, le changement de certaines d'entre elles risque d'ébranler l'équilibre de l'ensemble. Transformer une institution sans les transformer toutes peut conduire à un changement brusque de la performance de l'économie agrégée.

L'évolution actuelle de l'Allemagne constitue un test en grandeur réelle de cette conception de la complémentarité. Les grandes banques privées se défont de leurs participations au capital des entreprises et, surtout, elles abandonnent leurs positions dans les conseils d'administration des entreprises allemandes. Les banques allemandes, qui souhaitent mettre fin à la structure duale de gouvernance, soutiennent la (très discutée...) loi européenne sur la gouvernance d'en-

(*) Nous remercions l'INSEAD et le Wharton-Singapore Management University Research Center pour leur soutien financier. Nous sommes gré à Anu SETH pour son aide ainsi qu'aux participants à la conférence

du 14 mars 2003 sur « Confiance, Institutions et Globalisation » parrainée par le William Davidson Institute et tenue au Aspen Institute, Aspen, pour leurs commentaires.

treprise, aujourd'hui encore en débat. De telles évolutions vont à l'encontre d'une histoire de plus de cent ans d'âge.

Les structures de propriété des entreprises allemandes sont nées de l'octroi de crédits et de l'investissement bancaire des banques universelles et régionales [Fohlin, 1998] (1) Même si, à l'origine, ces réseaux produisaient peu d'externalités privées et sociales, les banques jouèrent un rôle crucial de coordination (2). Au cours de l'entre-deux-guerres, des accords de cartels réglaient la concurrence entre les plus grandes entreprises industrielles. Les banques exerçaient d'ailleurs une pression considérable sur les entreprises qui faisaient défaut pour leur faire réintégrer le cartel [Pohl, 1979].

Cette organisation institutionnelle initiale s'est en fait avérée étonnamment tenace. En dépit de l'introduction, par les forces américaines, de la politique anti-trust qui démantèlera beaucoup de grands *konzerns*, les réseaux d'entreprises allemands, relativement aux autres pays, ont conservé un degré élevé de participations croisées. Les relations durables entre grandes entreprises et sociétés financières, au cœur d'un réseau de participations et de conseils d'administration liés entre eux, résultent incontestablement des négociations politiques autour de la reconstruction de l'Allemagne. Les gouvernements fédéraux et nationaux ont encouragé les investissements des banques et des compagnies d'assurance dans l'industrie. Afin de stabiliser ces investissements, une forte taxation sur la vente des actions a été introduite, tandis que les profits conservés ont été protégés dans des fonds de réserve. Le contrôle externe des entreprises par les conseils d'administration étant faible, les banques ont, en conséquence, joué un important rôle de surveillance. Le manque de responsabilité économique et sociale a conduit progressivement au développement de la cogestion qui permettra aux employés et aux syndicats de participer à la politique d'entreprise.

Les lois sur la gouvernance d'entreprise en Allemagne ont connu des transformations radicales au cours des années 1990. Le contrôle des entreprises au travers de participations croisées s'est atténué en raison des nouvelles restrictions : « *une action, un vote* ». Les principales banques universelles se sont rapidement muées en banques d'investissement et, afin d'éviter les conflits d'intérêt, se sont débarrassées de nombre de leurs liens avec des entreprises industrielles via les conseils d'administration. Comme la nouvelle loi sur l'impôt des entreprises éliminait les gains de capital

sur la vente de blocs d'actions, les restructurations ont été encouragées. Dans l'ensemble, l'Allemagne a connu un mouvement vers le modèle anglo-américain de participation et de gouvernance d'entreprise. L'impact de ces changements sur les relations traditionnelles entre les entreprises financières et industrielles allemandes est très discuté (3). Cependant, il semble évident que de nombreuses entreprises et banques allemandes ont utilisé le discours sur le capitalisme des actionnaires pour chercher à se repositionner. En d'autres termes, la globalisation avance grâce aux stratégies domestiques.

Cependant, cette restructuration ne conduit pas forcément à la désintégration des caractéristiques historiques du réseau de participation. Comme nous l'avons montré [Kogut et Walker, 2001], la restructuration en cours renforce le réseau lorsque la vente des actions se fait entre « *amis* », comme cela a été le cas, en Allemagne, au milieu des années 1990. Si les relations d'actionariat de proximité ont une grande valeur aux yeux des acteurs, il est probable qu'ils vont chercher à préserver bon gré, mal gré la nature de ces relations. Ces observations soulèvent la question de savoir qui coopère et qui fait défaut dans le maintien du réseau. Peut-on identifier une « *cinquième colonne* » en fonction d'attributs individuels (comme la profitabilité) ou de propriétés structurales du réseau (comme sa centralité) (4) ? Nous proposons ici une première réponse empirique à cette question, en nous intéressant au nombre de transactions auxquelles les entreprises ont participé.

LE CONTEXTE INSTITUTIONNEL

Comme indiqué ci-dessus, l'évolution de la participation et des liens de conseils d'administration allemands a conduit à un haut degré de coordination. Les participations croisées ont engendré un système dans lequel beaucoup d'entreprises sont contrôlées par d'autres firmes (*Konzernierung*) au sein desquelles les liens de conseils d'administration et de capital sont très forts et où des relations personnelles très denses accompagnent ces liens financiers [Beyer et Hoepner, 2003]. En conséquence, le réseau économique allemand est plus dense (par exemple, en termes de nombre de liens sur le nombre théorique maximum) que celui de tout autre pays industrialisé [Windolf et Beyer, 1996]. Les sociétés financières, en particulier

(1) La vague de fusions qu'a connue l'Allemagne au début du XX^e siècle fut certes moins importante qu'aux États-Unis à l'époque, mais elle engendra cependant des entreprises très diversifiées.

(2) RIESSER [1909] est l'auteur d'une des plus illustres études témoignant de la concentration de la propriété et du contrôle des banques. Cependant, beaucoup d'entreprises s'opposaient à cette intervention des banques. Voir les travaux de WEILHOENER, 1989.

(3) Le papier de HEINZE [2001], les commentaires de HOEPNER et JACKSON [2002] et la réponse de HEINZE [2002] constituent un débat particulièrement intéressant de ce point de vue.

(4) L'expression « *cinquième colonne* » trouve son origine dans la guerre civile espagnole, au cours de laquelle les forces franquistes à l'intérieur des villes aidaient les attaques extérieures. Hemingway eut aussi recours à cette expression dans une pièce sur la guerre.

Allant à l'encontre d'une histoire de plus de cent ans, les banques allemandes, qui souhaitent mettre fin à la structure duale de gouvernance, soutiennent la très discutée loi européenne sur la gouvernance d'entreprise.

Deutsche Bank, Dresdner Bank, Allianz et Münchener, Rückversicherung, ont joué des rôles centraux dans ces réseaux (le plus souvent, en leur qualité de « *Hausbank* ») et elles se sont avérées elles-mêmes financièrement liées entre elles. Au niveau régional, les gouvernements étant actionnaires, notamment dans certaines grandes banques telles que Bayerische LB et West LB (sous leur nom actuel), ces liens ont autorisé une coopération active entre les banques et la politique industrielle régionale et ce, au moins depuis la République de Weimar [Herrigel, 1996].

Il n'est pas surprenant que le capitalisme allemand ait été fréquemment contesté par les partis de gauche et par les libéraux. À partir du début du vingtième siècle, des commissions de l'État ont examiné, pratiquement tous les vingt ans, le monopole du pouvoir des banques (avec, cependant, une interruption pour la guerre et les premières années de reconstruction) (5). Beyer [2003] signale ainsi, alors qu'en 1963 six cent trente-six sociétés par actions étaient cotées à la Bourse, en 1973, elles n'étaient plus que quatre cent quatre-vingt-quatorze et quatre cent trente-six en 1983. À partir des années 1980, un ensemble de

réformes – dont la réorganisation de la Bourse en 1986 – a visé à renforcer les bourses de valeurs. L'augmentation du nombre de sociétés cotées témoigne de ces changements. Beyer et Hoepner [2003] notent ainsi que le nombre des sociétés cotées est remonté à neuf cent trente-trois à la fin des années 1990 (6).

La croissance du nombre de cotations en Bourse a, par la suite, été liée à des changements de régulation de la gouvernance d'entreprise, introduits grâce à la loi de supervision et de transparence des entreprises. Cette loi a été adoptée sur l'insistance du parti libéral dont le soutien était nécessaire pour former un gouvernement conservateur. Elle a cassé la longue tradition allemande de l'entreprise gardienne des intérêts sociaux, au profit des règles de gouvernance d'entreprise pour l'actionnaire. En outre, la décision du gouvernement de gauche d'éliminer les impôts sur les gains en capital et, ce faisant, d'autoriser les participations croisées, a encouragé la restructuration de l'actionariat par la vente de blocs d'actions. Ces changements ont été associés à ce qui semble être une transformation fondamentale de l'économie des entreprises allemandes.

(5) RIESSER, 1910 ; *Enquete Ausschuss, 1926–1931* ; Monopolkommission, 1977.

(6) FRANKS et MEYER [2001] comptent moins de huit cents compagnies en 1991.

LES CHANGEMENTS DE L'ENTREPRISE ALLEMANDE

De toute évidence, l'économie et l'entreprise allemandes ont évolué rapidement. Ces dernières années, la performance de l'économie allemande a été parmi les plus faibles au niveau européen. Cette baisse semble concomitante à la désintégration de nombreux liens historiques entre entreprises. En particulier, les banques vendent leurs parts de capital et se retirent de nombre de conseils d'administration. Beyer et Hoepner [2003] constatent que les liens entre conseils d'administration des cent plus grandes entreprises ont baissé, passant de 12 % de l'ensemble des liens possibles en 1996 à moins de 7 % en 1998. Parallèlement et sur cette même période, le nombre des liens en capital entre ces mêmes entreprises est passé de cent soixante-neuf à cent huit. Les Deutsche Bank et Dresdner Bank, qui occupaient auparavant des positions centrales dans le réseau, sont passées à des positions plus périphériques. La Deutsche Bank a même annoncé son futur retrait de l'ensemble des conseils d'administration.

Une comparaison Allemagne/États-Unis montre des similitudes dans l'impact de la loi sur les restructurations. On attribue en général aux effets de la loi de 1986 la restructuration de l'industrie américaine ainsi que la nouvelle forme des entreprises dans ce pays [Zey et Swenson, 1990]. De même, en Allemagne, la restructuration préventive de ces dernières années semble due aux effets du « *Eichel Plan* » qui a supprimé la loi sur les gains en capital dans la restructuration des entreprises.

Ces changements posent d'importantes questions quant à l'impact de la restructuration sur la coordination entre les principaux acteurs du système corporatiste. Il est intéressant de noter qu'aucune entreprise n'est venue secourir Deutschland A.G. Les syndicats critiquaient depuis longtemps les incidences de ces liens et le gouvernement fédéral lui-même les considérait avec scepticisme. Au milieu des années 1990, l'Allemagne des entreprises semblait s'éloigner de sa situation historique. Selon Beyer et Hoepner [2003], la croissance de l'activité de banque d'affaires pour les banques allemandes en proie à des difficultés constitue la preuve tangible de cette évolution. En raison des conflits d'intérêt (surtout en situation d'OPA hostile), les principales banques allemandes se sont retirées de nombreux conseils d'administration et ont vendu les parts qu'elles détenaient.

La façon d'envisager ces changements (dont nous évaluerons l'étendue ci-après) dépend, en premier lieu, de la façon dont on considère les bénéficiaires supposés du système corporatiste allemand. Gordon et Schmid [2000] ont montré qu'avant les années 1980, les banques apportaient de la valeur à leurs entreprises affiliées, mais que cette prime s'est par la suite évaporée.

Edwards et Frank [1998] récusent l'idée de bénéficiaires associés à la représentation dans les conseils, estimant que les conseils de surveillance n'assurent, en fait, qu'une très faible gouvernance.

Pour Franks et Mayer [2001], les participations croisées ont eu un impact très négatif au cours de la période 1988-1991. De façon intéressante, ils notent que l'Allemagne présente un niveau élevé de vente de blocs d'actions. Tandis que les fusions et acquisitions n'atteignent que 50 % du niveau atteint en Grande-Bretagne, la valeur des ventes d'actions par blocs rajoute les 50 % manquants. De fait, les changements de propriété sont ainsi de même ampleur que ceux observés en Grande-Bretagne. Sur un échantillon de cent soixante et onze entreprises, ils montrent que de nombreux schémas pyramidaux ont permis de prendre le contrôle. La compagnie d'assurance Allianz a participé à douze des trente-trois pyramides. Pour vingt-trois de ces entreprises, le ratio des droits de vote sur les droits aux bénéficiaires était supérieur à un, ce qui violait le principe d'« *une action, un vote* » adopté par l'Union Européenne. Sans surprise, Franks et Mayer ont observé que les transferts de propriété bénéficiaient aux détenteurs de larges blocs d'actions et non aux actionnaires minoritaires.

Les études précédentes suggèrent que les bénéficiaires sociaux du système allemand se sont – au mieux – profondément érodés au cours des décennies écoulées. Ce résultat peut ne pas surprendre dans la mesure où, par la coexistence d'actionnaires dominants et d'actionnaires minoritaires faiblement protégés, l'Allemagne ne respectait pas la complémentarité des marchés financiers. Cependant, une telle situation n'est pas spécifique au cas allemand. Dans d'autres pays, d'ailleurs, elle n'entraîne pas de problèmes d'agence aussi aigus. Des études historiques très documentées montrent qu'un tel système de gouvernance est souvent délimité régionalement par des liens denses entre entreprises, finance, travail et État [Herrigel, 1996 ; Ziegler, 2000]. L'implication de cette perspective est que les biens sociaux apparaissent sur des fondements locaux. Des acteurs nationaux peuvent émerger, mais ils relient des régions regroupées qui se coordonnent alors entre elles.

En résumé, il existe deux interprétations des implications sociales du réseau allemand. La première reprend la perspective corporatiste, selon laquelle les réseaux regroupés apportent des bienfaits réciproques. La seconde vision, plus sceptique, insiste sur les problèmes d'agence inhérents aux marchés financiers composés de quelques actionnaires dominants et d'actionnaires minoritaires dont les droits sont limités. Ces deux perspectives correspondent aux données empiriques, les externalités de réseau passant de positives à négatives en fonction de forces exogènes, telles le changement culturel.

La globalisation pourrait constituer un de ces facteurs exogènes. Cependant, à tout prendre, la globalisation apparaît comme un rideau de fumée sur les stratégies poursuivies par les acteurs domestiques. Sans nul doute, la globalisation a influencé l'Allemagne : de plus en plus, le discours managérial sur la valeur pour l'actionnaire pénètre les firmes allemandes et leurs rapports financiers [Hoepner et Jackson, 2002]. Cependant, ce discours légitime les stratégies des acteurs qui, par rapport au standard traditionnel en Allemagne, ont choisi d'abandonner leurs rôles institutionnels. Dans ce sens plus large, la globalisation avance grâce à des stratégies de cinquième colonne.

La cohérence des systèmes nationaux dépend de la résistance des acteurs aux sirènes du nouvel ordre institutionnel. Dans un travail antérieur, nous avons soutenu qu'il était peu probable que le réseau d'actionnariat allemand subisse un changement radical [Kogut et Walker, 2001]. Insister sur le nombre de liens conduit à surestimer la vulnérabilité du système. Nous avons montré statistiquement que l'Allemagne est un petit monde, caractérisé par de faibles longueurs de séquences entre les entreprises (c'est-à-dire le nombre moyen de liens de participation qui relie deux entreprises) et de grandes valeurs de clustering (c'est-à-dire la proportion d'entreprises qui sont reliées par des actionnaires communs). Nous avons aussi mis en évidence deux autres propriétés du réseau allemand. D'abord, les acquisitions sont plutôt obtenues par médiation de firmes très centrales dans ces chaînes de participation. Ensuite, des simulations ont montré que la « connexion aléatoire de liens d'actionnariat ne nuit pas dramatiquement à ces propriétés de petit monde ».

Les études que nous avons citées précédemment négligent les propriétés structurales du réseau. Pourtant, si la valeur d'un réseau de participations croisées provient de la canalisation de l'information ainsi que des opportunités d'acquisition de droits de propriétés, alors, pour être significatives, les statistiques importantes ne doivent pas seulement concerner le nombre des liens par lesquels ces firmes sont connectées mais également leur nature et leur cohésion, leur degré de cohésion étant la propriété permettant de capturer les externalités du voisinage, lorsqu'elles existent.

Nous faisons l'hypothèse que la tendance des entreprises à se restructurer (mesurée par le nombre de fusions et d'acquisitions dans lesquelles elles se sont engagées) est liée aux propriétés structurales du réseau. Un « graphe bipartite » (autrement dit, une matrice d'affiliation) représente les connexions entre firmes au travers de leurs propriétaires. En analysant ces chaînes, on peut mesurer les propriétés structurales du réseau par l'observation de la centralité des propriétaires d'une entreprise dans le réseau d'actionnariat allemand.

LE RECUEIL DES DONNÉES

Les entreprises allemandes et leurs actionnaires.

Nous avons mesuré les relations d'actionnariat en Allemagne en 1993, puis en 1998. Les acquisitions ont été observées de 1994 à 2000. Nous avons utilisé le réseau de 1993 pour prédire les événements de 1994 à 1997, et le réseau de 1998 pour prévoir les changements de 1999 et 2000.

Les données utilisées pour cette analyse proviennent d'un catalogue établi par le *Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH*, qui fournit des données financières sur les plus grandes entreprises industrielles, financières et d'assurance allemandes. Parmi ces compagnies se trouvent des entreprises publiquement cotées (*Aktiengesellschaft*), des sociétés à responsabilité limitée et des partenariats limités. Outre ces données financières, le catalogue liste également les actionnaires enregistrés, même ceux dont les parts sont faibles (< 5%). Cette information provient des déclarations financières publiques et des enregistrements officiels. Le seuil d'enregistrement des actionnaires suit les standards allemands en la matière.

Pour réduire la complexité et l'échelle de l'analyse sans nuire à sa substance, nous nous sommes concentrés, pour 1993, sur les cinq cents plus grandes entreprises non financières, sur les vingt-cinq plus grandes banques et sur les vingt-cinq plus grandes compagnies d'assurance. Pour 1998, nous avons étudié les cinq cents plus grandes entreprises, les cinquante plus grandes banques et les cinquante plus grandes compagnies d'assurance. Cette légère réduction des données disponibles nous a donc conduits à étudier cinq cent cinquante entreprises, pour 1993, et six cents, pour 1998. Ces entreprises pouvaient être engagées dans des activités de fusions/acquisitions. Les firmes de 1993 étaient détenues par cinq cent vingt institutions incluant d'autres entreprises non financières, des banques, des compagnies d'assurance, des organisations coopératives, des familles, des gouvernements nationaux, le gouvernement fédéral allemand et des entreprises non allemandes. Pour 1998, le nombre de tels actionnaires était de cinq cent soixante-quatorze. Les actionnaires individuels ont été exclus de l'analyse. Le traitement des sociétés de holding est délicat. Cette forme d'actionnariat institutionnel est beaucoup plus répandue en Allemagne que dans d'autres pays industrialisés comme la France [voir Kogut, Walker et Anand, 2002]. Les sociétés de holding soulèvent la question du traitement des firmes affiliées, enregistrées comme compagnies mais qui appartiennent à une structure de holding. Nous avons suivi la pratique du catalogue qui est d'enregistrer une entreprise comme appartenant à la société de holding, éventuellement avec d'autres action-

naires s'il s'agit d'une joint-venture ou si l'entreprise n'est pas détenue à 100 %.

Les restructurations.

Les données sur les événements de restructuration proviennent des archives de la Securities Data Corporation sur les fusions et acquisitions. De 1994 à 1997, cent une acquisitions ont eu lieu, impliquant les cinq cent cinquante plus grandes entreprises, banques et compagnies d'assurances allemandes, des deux côtés de la transaction. Des opérations de ce type, bien plus nombreuses, impliquant ces entreprises et des firmes plus petites ont bien sûr eu lieu, mais nous ne nous y sommes pas intéressés dans cette étude. Les acquisitions que nous avons étudiées concernent l'achat soit d'une compagnie dans son ensemble, soit d'une de ses filiales, soit d'une joint-venture à laquelle participait une grande entreprise. Nous n'avons pas différencié ces types d'acquisition, estimant qu'elles soulèvent toutes les mêmes questions sur l'influence des chaînes de propriété. Pour la période 1999-2000, nous avons observé cent six événements de restructurations.

Les variables des entreprises.

Pour chaque entreprise, le catalogue fournit également des données sur le nombre d'employés, la région de domiciliation de l'entreprise, les codes SIC de ses activités et, s'il s'agit d'une entreprise cotée en Bourse, ses profits, ses revenus et ses ressources en capital.

LES MÉTHODES

La construction du réseau des liens d'actionnariat.

Le lien d'actionnariat relie deux entreprises par l'intermédiaire d'un même actionnaire. L'ensemble des liens pour toutes les entreprises de notre échantillon constitue un réseau d'affiliation. [Voir Wasserman et Faust, 1994, ch. 8, pour une revue et une discussion des précédentes études de ce type]. L'analyse de tels réseaux diffère quelque peu de celle des réseaux relationnels plus généralement étudiés (qui impliquent des liens directs entre les acteurs) mais elle bénéficie quand même d'une large tradition de recherche. Le réseau d'actionnariat entre les cinq cent cinquante entreprises allemandes pour 1993 (six cents pour 1998) est constitué par la matrice d'affiliation entre elles. Dans beaucoup de réseaux d'actionnariat, à

l'instar du nôtre, les entreprises ne sont pas toutes connectées. Il paraît également évident que des entreprises peuvent être reliées par plus d'un actionnaire. D'après notre méthode, plusieurs actionnaires communs entre deux mêmes entreprises ne constituent qu'un seul lien entre ces deux entreprises.

À partir du réseau d'affiliation, nous avons construit la matrice des distances entre entreprises. La distance entre deux entreprises correspond au plus petit nombre de firmes qui les relient par des actionnaires communs. Ainsi, si A et B partagent un actionnaire, que A et C n'en partagent pas et que B et C en partagent un, la distance entre A et C est de deux.

L'analyse des variables de réseaux : *clustering*, longueur de chemin et centralité

Notre analyse statistique vise à comprendre la relation qui existe entre les propriétés du réseau et la décision de restructurer. Nous avons eu recours à trois statistiques pour décrire le réseau : le coefficient de *clustering*, la longueur de chemin et la centralité. Le coefficient de *clustering* et la longueur de chemin ayant déjà été définis dans l'introduction de ce dossier, nous n'y reviendrons pas ici. La centralité d'une entreprise dans le réseau d'actionnariat est mesurée par le nombre de plus courts chemins – nommés géodésiques – entre les autres firmes et passant par elle. Cette mesure, appelée « *betweenness* » (7), évalue le caractère d'intermédiaire d'une entreprise pour les autres entreprises du réseau [voir Freeman, 1979]. Pour calculer le score de *betweenness* d'une entreprise, appelons *bjk* la proportion de l'ensemble des géodésiques qui relient la firme *j* et la firme *k* sur lesquelles se trouve la firme *i*. La *betweenness* de la firme *i* est la somme de tous les *bjk*. La *betweenness* est ensuite normalisée pour tenir compte de la taille du réseau. Le degré de *betweenness* d'une entreprise est alors divisé par le maximum possible de *betweenness* dans l'ensemble du réseau.

Méthode de prévision des événements de restructuration

Afin de prédire le nombre d'événements de restructuration dans lesquels une entreprise est impliquée, nous avons eu recours à la régression binomiale négative avec la correction Huber-White-Sandwich. Cette technique recalcule les résidus pour prendre en compte le manque d'indépendance entre eux. Cette correction est nécessaire dans la mesure où de nombreuses entreprises allemandes sont impliquées dans plus d'un événement et sont retrouvées dans les panels de 1993 et 1998.

(7) Comme pour le terme de « *clustering* », faute d'équivalent français satisfaisant, le terme de « *betweenness* » est conservé ici. La traduction la plus proche de ce terme serait « *intermédiarité* ». NdT.

Descriptif des données et petit monde

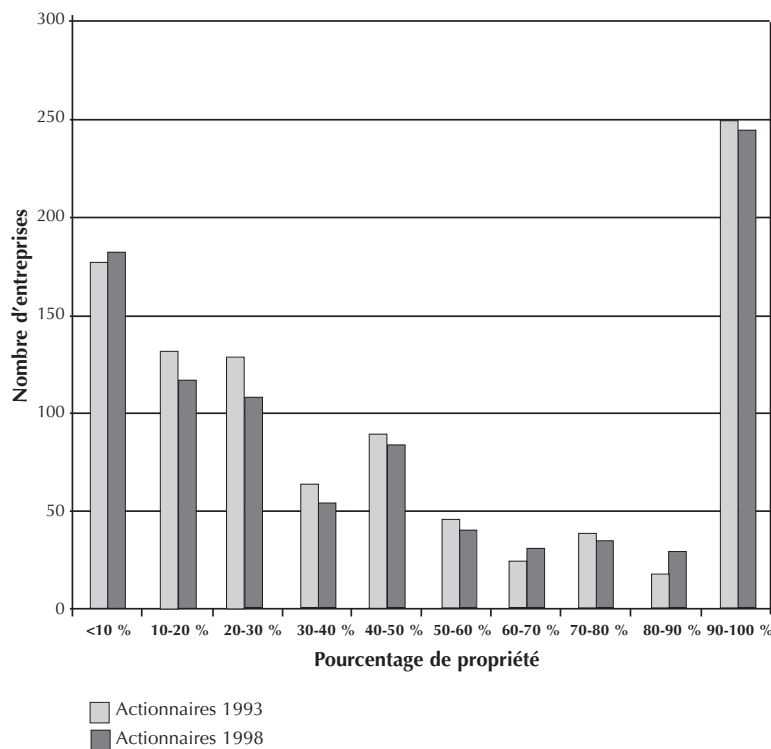


Tableau 1 : Fréquence des pourcentages d'actionnariat des principales entreprises, banques et compagnies d'assurance allemandes en 1993 et 1998

Les données descriptives sur les entreprises allemandes et leurs actionnaires en 1993 et 1998 sont présentées dans le tableau 1. Ce tableau pointe un fait surprenant :

de quatre cent quatre-vingt-dix-sept actionnaires, chacune étant respectivement substantiellement plus restreinte que l'échantillon complet.

le mode du pourcentage de participation est compris entre 90 % et 100 %. Logiquement, le deuxième pourcentage le plus fréquent n'est compris qu'entre 0 et 10 %. 1993 et 1998 sont très proches de ce point de vue. En d'autres termes, les entreprises allemandes tendent à avoir des actionnaires très dominants.

Le tableau 2 présente des données descriptives du réseau assez rudimentaires ainsi que des estimations de petit monde. Comme attendu, la densité du réseau est très faible. De même, la distribution moyenne des degrés (c'est-à-dire, le nombre moyen de liens d'actionnariat) est assez élevée. Notre estimation de ce coefficient par rapport à une distribution théorique est d'environ 2,5 pour les deux réseaux, ce qui indique une distribution très asymétrique, dans laquelle un petit nombre d'entreprises et d'actionnaires sont particulièrement reliés entre eux. Il est important de noter que le réseau est déconnecté : ses plus grandes composantes sont constituées de deux cent soixante-quatorze entreprises et

Variables	Entreprises	Actionnaires
Densités		
Densité pour toutes les entreprises	0,004	0,04
Nombre moyen de liens entre toutes les entreprises	2,66	2,03
Densité du réseau des entreprises connectées	0,02	0,01
Nombre moyen de liens entre firmes connectées	5,8	2,95
Clustering		
Coefficient de clustering des entreprises connectées	0,95	0,88
Coefficient de clustering d'un graphe aléatoire de même taille nombre de liens par entreprise pour les entreprises connectées	0,01	0,01
Longueur du chemin		
Longueur du chemin moyenne entre entreprises connectées	3,45	5,20
Longueur du chemin attendue pour un graphe aléatoire de même taille et de même nombre de liens par entreprises connectées	3,19	5,74

a) Nombre total d'entreprises = 600

b) Nombre de firmes connectées = 275 ; Nombre d'actionnaires connectés = 497

Tableau 2 : Statistique de petit monde du réseau allemand pour 1998

LES RÉSULTATS

(log) Nombre d'employés	.28***	.232***	.22**	.202**
	(0,059)	(0,062)	(0,063)	(0,063)
Profits nets	.00038**	.0003**	.00028**	.00044**
	(0,00013)	(0,0001)	(0,00014)	(0,00017)
Revenus	-0,000001	0,00001	-0,000003	-0,000002
	(0,000005)	(0,00001)	(0,00007)	(0,000008)
Région		1396,81	3 483,98	1 102,94***
		12df	12df	12df
Industrie		6 416,07***	3 260,19***	3 437,46***
		66df	66df	df68
Clustering			-0,288	-0,227
			(0,213)	(0,221)
Taille maximale du portefeuille des actionnaires 1998			0,0015	-0,034
			(0,021)	(0,023)
Centralité maximale des actionnaires 1993			4,76**	12,089***
			(2,39)	(3,21)
Centralité maximale des actionnaires 1998				5,37**
				(2,49)
Constante	-3,47***	-1,54***	13,34**	13,42***
	(0,543)	(0,68)	(3,01)	(1,28)
Probabilité - Log	-572,03	-522,97	-515,36	-508,18
N	738	738	738	738

Tableau 3 : Régression binomiale négative prédisant la participation dans les fusions (erreurs standards entre parenthèses)

Le tableau 3 présente les résultats des restructurations pour les entreprises étudiées. La variable dépendante est le nombre de transactions dans lesquelles une entreprise est engagée. Nous cherchons à déterminer si le nombre de participations à des restructurations est influencé par les caractéristiques de l'entreprise (par exemple, par sa taille) et par sa position dans le réseau. Par position dans le réseau nous entendons deux propriétés distinctes. La première correspond au degré de fermeture de son *cluster*. Nous cherchons à savoir si deux entreprises situées dans des voisinages proches (c'est-à-dire que leurs actionnaires tendent à posséder des parts des mêmes entreprises) tendent à être plus loyales et donc à s'engager dans moins d'opérations de restructuration. La seconde mesure concerne la centralité de ses actionnaires afin de déterminer si des actionnaires centraux agissent comme des intermédiaires et augmentent le nombre de transactions de

restructuration. La valeur de *cluster* devrait donc limiter les transactions, tandis que la présence d'un actionnaire central pourrait agir pour accroître le nombre de transactions mais toujours afin de préserver son influence. Après tout, nous savons déjà que le réseau allemand reste un petit monde. Ces régressions nous permettent donc de comprendre le rôle d'acteurs particulier dans le maintien du petit monde.

Remarquons que nous ne précisons pas si une entreprise acquiert ou est acquise dans les opérations de restructuration. Une des difficultés de la différenciation est que de nombreux événements portent sur la vente d'une unité dans laquelle la cible peut logiquement être plus grande que l'acquéreur et plus ou moins profitable. Nous laissons à de futurs travaux le soin de préciser le présent modèle par la distinction entre cibles et acquéreurs.

Le tableau 3 résume les résultats de notre analyse statis-

tique. La taille de l'entreprise (mesurée par le nombre d'employés), ainsi que ses profits nets, mais non ses revenus, influencent fortement son implication dans les restructurations. Par ailleurs, comme on l'aura anticipé, les régions comme les secteurs d'activités différencient clairement les entreprises dans leurs activités de restructuration. Afin d'éviter de présenter une longue liste de variables de régions et d'industrie, nous indiquons simplement ici le test du X², de l'ajout des variables muettes à la régression aux degrés de liberté (d.f.).

Les résultats sur le *clustering* des firmes et la centralité des actionnaires sont plus notables. Le *clustering* n'est jamais significatif, ce qui suggère qu'il n'y a pas d'effet indirect du voisinage d'actionnariat immédiat sur l'occurrence d'un événement. En revanche, la centralité d'un actionnaire augmente logiquement la probabilité de restructuration. En termes de réseaux, être possédé par un actionnaire dominant augmente la probabilité d'acheter ou de vendre des entités.

De façon intéressante, la centralité de l'actionnaire influence la restructuration des entreprises en 1993 et en 1998, mais pas avec le même degré. Cet effet décline significativement entre 1993 et 1998 (X² = 14,73, $p < 0,0001$).

Le tableau 4 présente les actionnaires les plus centraux pour 1993 et 1998. Environ la moitié des actionnaires dominants en 1993 le sont encore en 1998, et à peu près 50 % d'entre eux sont de grandes institutions financières traditionnelles telles Allianz, Deutsche Bank, Commerzbank et Dresdner Bank.

Quatre des nouveaux actionnaires centraux sont des États allemands – la Bavière, le Bade-Wurtemberg, la Rhénanie du Nord-Westphalie et la Saxe –, quatre des cinq principales régions en termes de sièges d'entreprise. La relation émergente en Allemagne entre restructuration et géographie relie la localisation des activités à celle des actionnaires.

Ces résultats conduisent à l'hypothèse que la coordination devient de plus en plus une affaire régionale. Le *clustering* en lui-même compte peu : le degré de *clustering* entre amis n'est pas lié au nombre d'acquisitions. En revanche, la centralité compte, tout comme la localisation régionale de l'entreprise. La figure 4 montre que nombre des actionnaires centraux en 1998 étaient des gouvernements locaux. Au travers de liens de propriété, les gouvernements locaux ont cherché à influencer les restructurations pour préserver un certain degré de coordination au niveau régional. Si

1993		1998	
Rang	Actionnaire	Rang	Actionnaire
1	Deutsche Bank AG	1	VEBA AG
2	West LB Group	2	Allianz group
3	Allianz group	3	Region of Bavaria
4	VEBA AG	4	Münchener Rückversicherungs-AG
5	RWE AG	5	RWE AG
6	Dresdner Bank AG	6	Deutsche Bank AG
7	VIAG AG	7	Region of Baden - Wurtemberg
8	Wintershall AG	8	VIAG AG
9	AGIV AG	9	Dresdner Bank AG
10	Rütgerswerke AG	10	Mannesmann AG
11	Thyssen Krupp Group	11	DG Bank
12	Lahmeyer AG für Energiewirtschaft	12	West LB Group
13	DG Bank	13	Commerzbank AG
14	Technische Werke	14	Thyssen Krupp Group
15	Bayernwerk AG	15	DaimlerChrysler AG
16	Bayerische Landesbank Girozentrale	16	Mobil Petroleum
17	Deutsche Bahn AG	17	Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG
18	Mobil Petroleum	18	Region of Lower Saxony
19	Commerzbank AG	19	Region of North Rhine - Westphalia
20	Vermo Vermögensverwaltung GmbH	20	RAG AG

Tableau 4 : Centralité des vingt principaux actionnaires

ces résultats sont confirmés par de futures recherches, leurs implications sont importantes. Dans une période de globalisation et de création de l'Union européenne, la coordination nationale en Allemagne passe aux régions et aux gouvernements régionaux.

CONCLUSION

L'histoire allemande récente témoigne d'un ensemble de phénomènes corrélés : globalisation, changements institutionnels – surtout dans la sphère de l'impôt sur les sociétés et de la loi sur la gouvernance des entreprises – et restructuration des liens d'actionariat. La réduction des holdings d'institutions financières, autrefois particulièrement présentes, renforce l'hypothèse selon laquelle un seuil critique a été dépassé. Ces éléments suggèrent une tendance à la désintégration du réseau allemand de propriété des entreprises.

Pourtant, l'analyse du réseau allemand des entreprises ne confirme pas ces affirmations générales. Pour une part, notre analyse contraste avec d'autres études antérieures sur

l'Allemagne par la taille de son échantillon. Mais, surtout, la principale différence tient à la méthodologie adoptée : nous comparons les propriétés de réseau au cours du temps et nous lions les décisions de restructuration à ces propriétés. Nos résultats indiquent la persistance de la structure du réseau en un petit monde connecté par ses actionnaires. D'une certaine façon, cette conclusion confirme l'assertion selon laquelle la gouvernance d'entreprise s'inscrit dans des relations relativement stables et dépendantes de leur histoire [Bebchuk et Roe, 1999].

Lorsque l'on s'intéresse à ces relations au niveau plus microéconomique, il est intéressant de se demander pourquoi les entreprises persistent dans ces schémas. Nous montrons que la profitabilité elle-même est un indice de la volonté de l'entreprise de participer à ces phénomènes de restructurations. Par ailleurs, la restructuration dépend de la mesure dans laquelle une firme appartient à un voisinage dans lequel les principaux actionnaires agissent pour réorganiser le réseau de propriété des entreprises. À ce niveau d'analyse plus restreint, au cours des années 1990, des changements significatifs ont eu lieu concernant les rôles des acteurs centraux, notamment des institutions financières. En 1998, les actionnaires centraux ne jouent plus un rôle important de fournisseurs d'externalités

(soit par les informations, soit par la coordination). Chose intéressante, les régions – à la fois comme actionnaires et comme localisation des sièges sociaux des entreprises – continuent à jouer leur rôle historique. Le résultat d'Herrigel [1996] est confirmé : les régions ont un rôle important dans l'organisation du capitalisme allemand.

Si ces résultats sont solides, ils mettent en perspective l'efficacité et les limites de la législation des entreprises en tant que déterminants de la gouvernance d'entreprise. La Porta et ses collègues [La Porta *et al.*, 1998, 2000], qui ont observé une relation entre le développement des marchés financiers et la protection légale des actionnaires minoritaires, ont insisté sur l'incidence du droit des entreprises sur la gouvernance d'entre-

© Pierre Besard-REA

prise. Il est probable que les changements de la gouvernance d'entreprise et du code des impôts ont des incidences sur les stratégies des entreprises. Ces transformations rappellent les observations de Davis et Mizruchi [1999] sur le déclin de la centralité des banques américaines. Aux États-Unis, une grande partie de la centralité des banques est en effet passée aux investisseurs institutionnels [Davis et Yoo, 2002]. Dans le contexte

allemand, une transition similaire prend place.

Cependant, la persistance de la structure d'ensemble du réseau d'actionariat suggère que la structure globale reste robuste. Après tout, les changements légaux ne sont pas exogènes : les lois se transforment en fonction des stratégies des entreprises, des partis politiques, des syndicats et des employés. Tandis que la nouvelle législation permet les restructurations – par la réduction de ses incidences fiscales – et protège les actionnaires minoritaires, elle n'a pas interdit les participations croisées entre firmes et banques (comme aux États-Unis). Une telle omission n'est pas accidentelle car la restructuration des entreprises et des banques n'a pas mis fin aux liens traditionnels au sein des *clusters* ou des voisinages. Le capital allemand reste largement local.

La globalisation et l'adoption d'un mode de gouvernance plus proche du système anglo-saxon reflètent les stratégies domestiques des acteurs allemands. Ils veulent restructurer sans incidences fiscales, et la restructuration s'inscrit dans leur histoire. Quel est alors l'intérêt de ces clusters ? Notre analyse suggère une réponse fascinante : cet intérêt est maintenu par des banques détenues par l'État et par des gouvernements locaux qui continuent à exercer le contrôle par des participations croisées bien structurées. Le capitalisme allemand n'est pas global. Il n'est pas national. Il est régional.

De plus en plus, le discours managérial sur la valeur pour l'actionnaire pénètre les firmes allemandes et leurs rapports financiers.

BIBLIOGRAPHIE

- AMABLE, Bruno, 2000, « Institutional Complementarity and Diversity of Social Systems of Innovation and Production », *Review of International Political Economy* 7, 645-687.
- BEBCHUK, Lucian and Mark J. ROE, 1999, « A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership », *Columbia Law School Center for Law and Economic Studies Working Paper* No. 131. New York : Columbia Law School.
- BEYER, Jürgen, 2003, « Leaving tradition behind. Deutsche Bank, Allianz and the dismantling of Deutschland AG », *mimeo*.
- BEYER, Jürgen and Martin HÖPNER, 2003 : « Corporate Governance and the Disintegration of Corporate Governance in the 1990s » in Herbert KITSCHELT and Wolfgang STREECK (Eds.), *Germany Beyond the Stable State? Special Issue of West European Politics* (forthcoming).
- BOYER, Robert, 1998, « Hybridization and Models of Production : Geography, History, and Theory » in Robert BOYER, Elsie CHARRON, Ulrich JÜRGENS and Steven Tolliday (Eds.), *Between Imitation and Innovation. The Transfer and Hybridization of Productive Models in the International Automobile Industry*. Oxford : Oxford University Press, 23-56.
- DAVIS, Gerald and Mark MIZRUCHI, 1999, « The Money Center Cannot Hold : Commercial Banks in the U.S. System of Corporate Governance » *Administrative Science Quarterly*, 44 : 215-239.
- ENQUETE AUSSCHUSS, *Ausschuss zuer Untersuchung der Erzeugungs- und Abstanzbedingungen der deutschen Wirtschaft*, E.S. Mittler & Sohn : Berlin, 1926-1931 (all volumes).
- FOHLIN, Caroline, 1998, « Relationship Banking, Liquidity, and Investment in German Industrialization » *Journal of Finance*, 53 : 1737-1758.
- FRANKS, Julian and Colin MAYER, 2001, « Ownership and Control of German Corporations » *Review of Financial Studies*, 14 : 943-977.
- FREEMAN, Linton, 1979, « Centrality in Social Networks : Conceptual Clarification » *Social Networks*, 1 : 215-239.
- GORTON, Gary, and Frank SCHMID. 2000. « Universal Banking and the Performance of German Firms » *Journal of Financial Economics* 58 : 29-80.
- HEINZE Thomas, 2001, « Transformation des deutschen Unternehmenskontroll-Systems? Eine empirische Analyse zum Stellenwert der feindlichen Übernahme der Mannesmann-AG für die Unternehmenskontroll-Debatte » *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, 53 : 641-674
- HEINZE Thomas, 2002, « Die Frage der institutionellen Kontinuitäten im deutschen Unternehmenskontroll-System. Antwort auf die Replik von Martin Höpner und Gregory Jackson » *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, 54 : 369-372
- HERRIGEL, Gary, 1996, *Industrial Constructions. The Sources of German Industrial Power*, Cambridge : Cambridge University Press.
- HÖPNER, Martin and Gregory JACKSON, 2001 : *An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance*. MPIfG Discussion Paper 2001-5. Cologne : Max Planck Institute for the Study of Societies.
- HÖPNER, Martin und Gregory JACKSON, 2002, « Das deutsche System der Corporate Governance zwischen Persistenz und Konvergenz. Replik auf den Beitrag von Thomas Heinze in Heft 4/2001 der KZfSS », *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, 54 : 362-368.
- KOGUT, Bruce and Gordon WALKER, 2001, « The Small World of Germany and the Durability of National Ownership Networks » *American Sociological Review*, 66 (3) : 317-35.
- LA PORTA, Rafael, Florencio LOPEZ-DE-SILANES, Andrei SHLEIFER and Robert VISHINY, 1998 : « Law and Finance », *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- LA PORTA, Rafael, Florencio LOPEZ-DE-SILANES, Andrei SHLEIFER and Robert VISHINY, 2000 : « Investor Protection and Corporate Governance », *Journal of Financial Economics* 58, 3-27.
- MONOPOLKOMMISSION, 1978, *Fortschreitende Konzentration bei Großunternehmen, Hauptgutachten der Monopolkommission*, Bonn.
- POHL, Heinrich, 1979, « Die Entwicklung der Kartelle in Deutschland und die Diskussionen im Verein für Socialpolitik » in *Wissenschaft und Kodifikation des Privatrechts im 19. Jahrhundert*, edited H. COING and W. WILHEM, vol.IV, Frankfurt, S. 206-235.
- RIESSER, J. *Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration* (Verlag von Gustav Fischer, Jena, 1910). (English translation : *The German great banks and their concentration* (Published by THE NATIONAL MONETARY COMMISSION. Washington : Government Printing Office, 1911.)
- WELLHÖNER, V. *Großbanken und Großindustrie im Kaiserreich* (Vandenhoeck Ruprecht, 1989).
- WINDOLF, P., BEYER, J. 1996 : « Cooperative Capitalism. Corporate Networks in Britain and Germany » in *British Journal of Sociology* 47/2, S. 205-231.
- ZEY Mary and Tami SWENSON, 1999, « The Transformation of the Dominant Corporate Form From Multidivisional to Multisubsidiary : The Role of the 1986 Tax Reform Act » *Sociological Quarterly*, 40 : 241-267.
- ZIEGLER, Nicholas, 2000, « Corporate Governance and the Politics of Property Rights in Germany, » *Politics and Society*, 28 : 195-221.