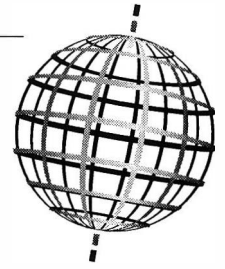


# Propriété ultime et performance des entreprises : une investigation empirique dans les contextes des pays développés et émergents



HELA BEN HAMIDA  
*Université de Sousse*

CHOKRI MAMOGHLI  
*Université de Tunis*

## RÉSUMÉ

L'objet de cet article est d'étudier l'incidence de la propriété et de sa séparation du contrôle, chez le propriétaire ultime, sur le niveau de la performance financière. Nous cherchons, en particulier, à tester l'hypothèse d'un effet positif de la propriété et l'hypothèse de la non monotonie de l'effet de la séparation. L'étude empirique a été menée sur un échantillon de 713 firmes appartenant à six pays émergents et développés. Les résultats obtenus montrent un recours intensif des pays émergents, aux structures pyramidales et croisées des propriétaires ultimes en vue de renforcer le contrôle. Le propriétaire ultime est souvent une famille. Ce premier résultat est en accord avec les résultats des études empiriques antérieures. De même, l'étude confirme les deux hypothèses : existence d'une relation positive entre le niveau des droits aux cash-flows du propriétaire ultime et de la performance de la firme et de la non monotonie de l'effet de la séparation.

Mots clés : propriétaire ultime, droit aux cash-flows, droit de contrôle, renforcement du contrôle, performance.

## ABSTRACT

The purpose of this study is to evaluate the impact of divergence between ultimate shareholder's cash-flow and control rights on firm valuation. In particular, we test incentive effect hypothesis and non monotony of control and cash-flow rights and firm valuation. Using data for 713 firms in six emerging and developing countries, we find that pyramiding and cross holding are the main devices to enhance the ultimate shareholder control in emerging countries. The ultimate shareholder is usually associated with family ownership. This result is in line with previous empirical studies. Also, we find evidence of higher performance in firms with higher cash-flow rights by the ultimate shareholder. The relationship between separation of control and cash-flow rights and firm valuation seems to be not monotone.

Key words : Ultimate Shareholder; Cash-flow right; Control right; Firm valuation.

## RESUMEN

El objeto de este artículo es estudiar la incidencia de la propiedad y de su separación del control sobre el nivel de prestación financiera, en el caso del propietario último. Se trata, sobre todo, de someter a prueba la hipótesis de un efecto positiva de la propiedad y la hipótesis de la non-monotonía del efecto de la separación. El estudio empírico se llevó sobre una muestra de 713 empresas en seis países desarrollados y en vías de desarrollo. Los resultados conseguidos muestran que los países en vías de desarrollo recurren de forma intensiva a las estructuras piramidales y cruzadas de las propiedades últimas con vistas de fortalecer el control. El propietario último es a menudo una familia. Ese primer resultado está de acuerdo con los resultados de los estudios empíricos anteriores. Asimismo, el estudio confirma las dos hipótesis : existencia de una relación positiva entre el nivel de derecho al cash flows del propietario último y de la prestación de la empresa y la non-monotonía del efecto de la separación.

Palabras claves : propietario último, derecho al cash flows, derecho de control, fortalecimiento del control, prestación.

Dans leur ouvrage « *The modern corporation and private property* », Berle et Means (1932) ont accordé une attention particulière à un modèle de propriété très dispersée du capital des firmes américaines mais dont le contrôle était concentré entre les mains du manager. Durant, au moins deux générations, leur ouvrage a présenté la firme moderne comme étant celle dirigée par un manager professionnel.

La contribution de Berle et Means (1932) a généré une littérature managériale abondante qui a traité notamment, des objectifs de ce manager. Citons à cet égard les travaux de Baumol (1959), Marris (1964), Penrose (1959), Williamson (1964) et Galbraith (1967). Plus récemment, la littérature de la *corporate finance* a développé ce même modèle de propriété, comme en témoignent les contributions de Jensen et Meckling (1976) ou de Grossman et Hart (1980).

Plusieurs études ont, depuis, remis en question la validité empirique de ce modèle. Eisenberg (1976), Demsetz (1983), Demsetz et Lehn (1985), Shleifer et Vishny (1986) et Morck *et al.* (1988) ont souligné la présence d'une certaine concentration de la propriété dans les grandes firmes américaines, incompatible avec le modèle de Berle et Means (1932).

Au cours de la dernière décennie, certains chercheurs ont suggéré le fait qu'il était pertinent de ne pas s'arrêter au niveau de la structure de propriété des firmes étudiées mais qu'il fallait aller au-delà, en analysant celles de leurs actionnaires majoritaires. La démarche consiste à trouver la structure de propriété de l'actionnaire majoritaire d'une firme, puis celle de l'entité dominante chez ce dernier et ainsi de suite.

L'objectif est de mieux comprendre le mode de détention des firmes et d'élargir la notion de propriété. Cette démarche permet de mieux identifier le propriétaire final d'une firme et aboutit à la notion de propriétaire ultime (*ultimate shareholder*). Cette nouvelle conception de la structure de propriété a été initialement proposée par La Porta *et al.* (1999a)<sup>1</sup>. Ces auteurs affirment notamment, que cet actionnaire ultime possède généralement des droits de vote substantiellement plus élevés que ses droits aux cash-flows.

La théorie de l'agence telle que développée par Jensen et Meckling (1976), est également remise en question. La relation d'agence entre actionnaire et manager est relativement délaissée au profit de la relation entre actionnaires contrôlant (*controlling shareholder*) et actionnaires minoritaires. Les premiers exercent souvent leurs contrôles, en détenant plus de droits de vote que de droits aux cash-flows ce qui traduit une séparation de plus en plus marquée entre le contrôle et la propriété. Cette séparation est à l'origine d'un phénomène d'expropriation. En effet, forts de leurs droits de vote, les actionnaires contrôlant réalisent des bénéfices privés au détriment des actionnaires minoritaires ce qui affecte négativement la performance de la firme et, par suite, sa valeur.

Cette étude s'inscrit dans le cadre du référentiel théorique de la théorie du bénéfice privé. Elle vise à apporter des éléments de réponse à la question de savoir quelle est l'incidence de la séparation du droit de propriété et du droit de contrôle du propriétaire ultime, sur la performance financière des firmes? Nous escomptons avoir une contribution à deux niveaux:

- Au plan théorique, dans la mesure où nous participons à un débat académique, portant sur l'émergence de la notion de la propriété ultime et de son impact sur la performance. En effet, plusieurs questions demeurent sans réponses. Il s'agit, en particulier, de celles relatives aux avantages associés aux structures pyramidales et au recours aux actions à classes multiples, ainsi que de leurs effets sur la performance. Ces avantages sont souvent négligés par les études théoriques
- Au niveau empirique, car nous cherchons à déterminer un écart critique de séparation des droits aux cash-flows et de contrôle, au delà duquel, l'effet sur la performance de la firme change de nature. L'identification de ce seuil critique est importante pour les actionnaires majoritaires, pour les actionnaires minoritaires et pour les autorités de régulation, soucieuses de la protection des intérêts de ces derniers. Ces autorités doivent, en effet, imposer la publication et la diffusion périodiques d'informations se rapportant à la structure de propriété des entreprises cotées.

Les développements qui suivent sont organisés en quatre sections. La première est consacrée au passage en revue

de la littérature et à la formulation des hypothèses, la seconde section est réservée à la présentation de la méthodologie suivie. La section suivante est une analyse descriptive des données. La dernière section est une validation des hypothèses.

## Revue de la littérature et formulation des hypothèses

Nous reprenons, dans ce qui suit, la notion de propriétaire ultime et passons en revue les mécanismes de séparation des droits aux cash-flows et de contrôle du propriétaire ultime. Nous examinons, par la suite, l'incidence des droits détenus par le propriétaire ultime sur la performance financière des firmes.

### CONCEPT DE PROPRIÉTAIRE ULTIME

#### Notions de propriété « directe » et « indirecte »

L'inventaire des études portant sur la structure de propriété des firmes permet d'affirmer que, jusqu'au début des années 90, celle-ci a été généralement analysée dans son sens direct. Citons, à cet égard, les travaux de Denis et Denis (1994), Holderness, Kroszner et Sheehan (1999), Cho (1998), Guercio et Hawkins (1999). Selon ces auteurs, l'identification de la structure propriété d'une firme passe par l'identification de ses actionnaires directs.

Depuis quelques années, ce point de vue a été remis en cause. En effet, la forte concentration de la structure de propriété, constatée dans la plupart des pays, s'est traduite par l'émergence d'actionnaires majoritaires qui sont souvent, eux-mêmes, des firmes. La recherche de la structure de propriété de ces actionnaires majoritaires s'est donc révélée indispensable pour l'identification des vrais propriétaires des firmes. Cette recherche a abouti au concept de « propriété indirecte », introduit par La Porta *et al.* (1999a) et opposé à celui de « propriété directe ». Ces derniers ont défini la propriété indirecte comme suit: "*A shareholder has x percent indirect control over firm A if (1) it directly controls firm B, which in turn directly controls X percent of the votes in firm A; or (2) it directly controls firm C, which in turn controls firm B (or sequence of firms leading to firm B each of which has control over the next one, i.e., they form a control chain), which directly controls X percent of the votes in firm A*" (La Porta *et al.*, 1999a, p. 476).

La dimension indirecte de la structure de propriété a aussi été appréhendée par Khanthavit *et al.* (2003). Selon ces auteurs: "*Direct ownership means that a shareholder owns shares under his own name or via a private company owned by him. Indirect ownership is when a company is owned via other public firms or chain of public firms*" (Khanthavit *et al.* (2003), p. 5).

1. Nous citons, entre autres, les études de Claessens *et al.* (2000), Faccio et Lang (2000), Barca et Becht (2001), Faccio et Lang (2002) et

Khanthavit *et al.* (2003), Claessens et Fan (2003) et Cronqvist et Nilsson (2003).

Cette recherche propose de diviser les firmes en deux catégories : celles dont la propriété est dispersée et celles ayant un propriétaire ultime. Elle introduit la notion de « chaînes de participation », dans l'étude de la structure de propriété des firmes.

### Définition du propriétaire ultime

D'une manière générale, la théorie de la propriété ultime divise les firmes en deux catégories : les firmes dont la propriété est dispersée et celles ayant un propriétaire ultime. À ce propos, La Porta *et al.* (1999a) notent : "*We divide firms into those that are widely held and those with ultimate owners. A corporation has a controlling shareholder (ultimate owner) if this shareholder's direct and indirect voting rights in the firm exceed 20 percent*" (La Porta *et al.*, 1999a, p. 476). D'après ces auteurs, l'idée d'utiliser 20 % des votes provient de l'hypothèse selon laquelle ce niveau est souvent suffisant pour avoir le contrôle effectif de la firme. Ils constatent que, dans plusieurs cas, les principaux actionnaires des firmes sont eux même des firmes. Ils cherchent, par conséquent, à retrouver l'actionnaire majoritaire dans ces entités, puis l'actionnaire majoritaire chez cet actionnaire majoritaire, et remontent progressivement la chaîne pour aboutir au contrôleur ultime des votes. Selon La Porta *et al.* (1999a), il existe une entité légale qui a plus de 20 % des droits de contrôle, qui elle aussi a un actionnaire détenant plus de 20 % des droits de contrôle et ainsi de suite. Sur cette base, ils classent les firmes qui n'ont pas une telle chaîne de 20 % des droits de contrôle comme des firmes à propriété dispersée et les firmes présentant cette chaîne comme ayant un propriétaire ultime<sup>2</sup>.

#### LES MÉCANISMES DE SÉPARATION DU CONTRÔLE ET DE LA PROPRIÉTÉ

La structure de propriété des actionnaires est analysée à travers les deux droits que l'action autorise, à savoir, le droit aux cash-flows et celui de contrôle. Le pouvoir d'un actionnaire dans la firme, n'est pas toujours proportionnel à sa participation dans le capital. Il est, en effet, une fonction des droits de contrôle autorisés par les actions qu'il détient et qui ne sont pas toujours égaux à ses droits aux cash-flows. Ce constat est à l'origine du concept de « séparation des droits ». Il est également le point de départ des nouveaux courants de recherches. Les trois mécanismes de séparation qui sont généralement reconnus par la littérature sont :

2. À ce propos, Franks et Mayer (2001) notent : "*A substantial number of stakes are held by other companies, which are in turn held by other shareholders. This raises questions as to who is the ultimate shareholder, where ultimate control lies, and the motivation for the complex pattern of ownership*" (Franks et Mayer, 2001, p. 946). De leur côté, Yeh *et al.* (2001) définissent la propriété ultime comme suit : "*When a company has one shareholder that controlled shares (include direct and indirect control rights) exceeding the cut-off point, that company is defined to have an ultimate owner*" (Yeh *et al.*, 2001, p. 7). Par ailleurs, Faccio et Lang (2002) proposent : "*A shareholder of a corporation is said to be an ultimate owner at a given threshold if he controls it via a control chain*

1. Le recours aux actions à droits de vote élevés constitue le premier moyen par lequel l'actionnaire ultime peut réduire sa propriété au-dessous de ses droits de contrôle. Le rôle des actions à classes multiples est défini comme étant le pourcentage minimum de capital, en valeur, que l'actionnaire immédiat (qui est différent de l'actionnaire ultime), a besoin de détenir pour recevoir 20 % des droits de vote sous la structure existante de type d'action de cette firme (Bebchuk *et al.*, 2000; Wolfenson, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Franks et Mayer, 2001).
2. Le second moyen consiste à organiser la structure de propriété de la firme sous une forme pyramidale. Celle-ci est définie comme étant une cascade de sociétés permettant à l'entité contrôlant le *holding* de tête, de contrôler une société située quelques échelons plus bas tout en n'ayant qu'une faible part du capital de la dite société. Les apports en capitaux sont faits par divers actionnaires tout au long de la chaîne entre le *holding* de tête et la société (Hamon, 2001).
3. Le troisième moyen consiste pour le propriétaire ultime, à renforcer son contrôle par les participations croisées<sup>3</sup> (Grossman et Hart, 1988; Harris et Raviv, 1988; Bebchuk, 1999). Il y a actionnariat croisé de la firme A dans sa chaîne de contrôle si A détient quelques actions chez son actionnaire contrôlant ou chez les firmes faisant partie de la chaîne de contrôle (La Porta *et al.*, 1999a).

Franks et Mayer (2001), Yeh *et al.* (2001), Faccio et Lang (2002) et Khanthavit *et al.* (2003), proposent de retenir le niveau de 20 %, comme seuil significatif de contrôle. Pour eux, ce niveau est souvent suffisant pour avoir le contrôle effectif de la firme. Il est d'ailleurs reconnu en tant que tel par de nombreuses législations nationales.

#### INCIDENCE DE LA PROPRIÉTÉ ET DE LA SÉPARATION SUR LA PERFORMANCE FINANCIÈRE

L'étude de la relation: *propriété ultime/performance*, est extrêmement récente dans la littérature. Elle n'a été appréhendée par les chercheurs qu'à partir de l'année 2002, avec les travaux de La Porta *et al.* (2002), Claessens *et al.* (2002), Mitton (2002), Lemmon et Lins (2003), Joh (2003), Cronqvist et Nilsson (2003), Lauterbach et Tolkowsky (2004) et Attig *et al.* (2005). Les modèles théoriques et empiriques proposés ont ainsi traité généralement deux aspects qui sont :

*whose links all exceed that threshold. If a firm has two owners with 12% of control rights each, then we say that the firm is half-controlled by each owner at the 10% threshold, but that the firm is widely held at the 20% threshold*" (Faccio et Lang, 2002, p. 369).

3. Il existe d'autres mécanismes à travers lesquels les propriétaires peuvent gagner des droits de contrôle en excès par rapport à leurs droits aux cash-flows : actions privilégiées, alliances informelles (block de vote), *voting gaps* spécifiques aux firmes et restrictions de transfert d'actions. Néanmoins, ces mécanismes ne sont pas fréquents, c'est la raison pour laquelle ils sont souvent négligés dans la littérature.

- l'incidence des droits aux cash-flows du propriétaire ultime sur la performance.
- et plus récemment, l'incidence de la séparation : *droit de propriété/droit de contrôle*, sur la performance.

Notre recherche considère ces deux aspects. Les travaux portant sur la structure de propriété suggèrent que les droits aux cash-flows et de vote détenus par un propriétaire ultime sont déterminants. Les intérêts de l'expropriation d'un actionnaire diminuent lorsque le niveau des droits aux cash-flows est important (Jensen et Meckling, 1976). Cet effet est communément appelé *incentive effect*. En général, l'expropriation est onéreuse en termes de cash-flows, toutes choses étant égales par ailleurs (Burkart *et al.*, 1998). La Porta *et al.* (2002), plus le droit aux cash-flows de l'actionnaire contrôlant est important et plus faibles sont ses motivations à extraire des bénéfices privés. Plus élevée est donc, la performance de la firme. L'approche de ces auteurs permet aussi de conclure que, dans les pays ayant une forte protection des actionnaires, il y a moins d'expropriation des actionnaires minoritaires (La Porta *et al.*, 1997, 1998; et Dyck et Zingales, 2004). Les prédictions du modèle de La Porta *et al.* (2002) semblent être vérifiées dans les faits. Les résultats se rapportant aux effets d'intérêt corroborent ceux de Claessens *et al.* (2002), Mitton (2002) et de Joh (2003).

À la lumière de ce qui précède, nous considérons que plus les droits aux cash-flows du propriétaire ultime sont élevés, plus la performance de la firme est forte. En effet, dans ce cas, les actionnaires contrôlant sont plus motivés par la distribution de dividendes que par l'expropriation des actionnaires minoritaires. Pour eux, les coûts de cette dernière sont supérieurs aux avantages qu'elle procure. Ces éléments nous conduisent à formuler l'hypothèse suivante :

*Hypothèse 1. Il existe une relation positive entre la part des droits aux cash-flows du propriétaire ultime d'une firme et le niveau de performance financière de celle-ci.*

Sur un autre plan, l'inventaire des études traitant de la relation : *propriété ultime-performance*, laisse apparaître que, dans la plupart des cas, l'hypothèse d'une incidence négative de la séparation des droits aux cash-flows et de contrôle, sur la performance, a été retenue.

La détention de droits de contrôle largement supérieurs à la participation en capital par l'actionnaire ultime va le conduire à agir dans son seul intérêt et ce, au détriment de la maximisation de la valeur actionnariale. Ainsi, il peut ne pas sélectionner les projets d'investissement rentables pour tous les actionnaires, s'accaparer des richesses qui dépassent celles dont il a droit. Du fait de la dispersion du capital restant, ce sont les autres actionnaires qui supportent les coûts de l'opportunisme de l'actionnaire ultime. En effet,

grâce à sa faible participation au capital, l'actionnaire ultime va se protéger contre les conséquences négatives de ses décisions tout en s'appropriant des richesses non partagés avec les autres actionnaires. Ces richesses sont communément appelées de « bénéfices privés ».

La notion de bénéfices privés a été évoquée au départ par Smith (1776)<sup>4</sup>. Ce dernier suggère que la richesse réelle du bailleur du fonds est proportionnelle à ses fonds, contrairement à l'hypothèse généralement admise de sa proportionnalité à ses profits. La différence provient de ses jouissances et de ses divertissements privés. Deux siècles après, Jensen et Meckling (1976) avancent: "*Benefits he derives from pecuniary returns but also the utility generated by various non-pecuniary aspects of this entrepreneurial activities such as the physical appointments of the office, the attractiveness of the office staff, the level of employee discipline, the kind and amount of charitable contributions, personal relations with employees, as larger than optimal computer to play with, or purchase of production inputs from friends*", (Jensen et Meckling, 1976, p. 312). De ces propos, on en déduit que le bénéfice privé provient des revenus pécuniaires et de l'utilité générée à travers plusieurs aspects non pécuniaires découlant de son activité. Dans ce même cadre, Bebchuk et Kahan (1990) conçoivent les bénéfices privés comme : "*... any value captured by those controlling the company after the contest and not shared among shareholders at large*", (Bebchuk et Kahan, 1990, p. 1088). Une des définitions les plus récentes a été proposée par Coffee (2001): "*Ali of the ways in which those in control of a corporation can siphon off benefits to themselves that are not shared with other shareholders*", (Coffee, 2001)<sup>5</sup>. D'autres auteurs ont distingué les deux types de bénéfices privés : Demsetz et Lehn (1985), Grossman et Hart (1988), Johnson *et al.* (2000) et Modigliani et Perotti (2000).

Par ailleurs, sur le plan empirique, la littérature relative au bénéfice privé montre que les premières études portant sur l'extraction de bénéfices privés liée à la divergence des droits aux cash-flows et des droits de contrôle remontent à 1988 avec Harris et Raviv et Grossman et Hart. Selon ces auteurs, un écart entre les deux droits de l'actionnaire contrôlant serait socialement sous optimal et affecterait la valeur de la firme.

En 2001, Goergen et Renneboog affirment que l'implication du fondateur, des points de vue responsabilité managériale et pouvoir de vote, renseigne sur la présence de bénéfices privés. Cependant, rares sont les études qui ont expliqué la nature des bénéfices privés découlant de la propriété familiale. Plus récemment, Ehrhardt et Nowak (2003) : "*We can characterize private benefits of control as pecuniary or non-pecuniary, the former usually referred to as tunneling in narrow sense of Johnson et al. (2000), i.e., the transfer of resources out of firms to the benefit of those who*

4. Définition citée par Ehrhardt et Nowak (2003) : "Private benefits and minority shareholder: empirical evidence from IPO's of German family owned firms", *Center for Financial Studies Working Papers*.

5. Cité dans Ehrhardt et Nowak (2003).

*constrai them. The second dimension on which we can differentiate private benefits is their transferability, both out of the company and to another controlling owner"*, (Ehrhardt et Nowak, 2003, p. 5)<sup>6</sup>.

La présence des structures pyramidales et des actions à classes multiples crée des divergences entre les droits aux cash-flows et les droits de contrôle ce qui permet aux actionnaires contrôlants de réaliser des bénéfices privés au détriment des actionnaires minoritaires (Bebchuck, 1999; Bebchuck *et al.*, 2000; Bianchi *et al.*, 1998; Lauterbach et Tolkowsky, 2004; et Lins, 2003). La divergence entre les deux droits est associée à une diminution de la performance de la firme (Mitton, 2002; Joh, 2003; Cronqvist et Nilsson, 2003; et Erhart et Nowak, 2003). Motivés par la réalisation de bénéfices privés, les actionnaires contrôlants ont intérêt à opter pour des structures de propriétés de type pyramidale ou à classes multiples, afin d'exproprier les actionnaires minoritaires, par le détournement de ressources à leurs profits ou par l'engagement de fonds dans des projets non rentables leur procurant des bénéfices privés (Johnson *et al.*, 2000; Morck *et al.*, 2001; et Wiwattanakantang, 2001). Cet effet de la séparation peut être fonction du contexte légal dans lequel opère la firme. En cas de forte protection des actionnaires minoritaires, l'effet de la séparation sera atténué. En revanche, la faible protection des actionnaires minoritaires favorise l'expropriation, ce qui amplifie l'incidence de la séparation sur la performance (Johnson et Shleifer, 2001; Dyck et Zingales, 2004; et Boubakri *et al.*, 2005).

Un inventaire des études relatives au sujet montre que ces dernières sont souvent effectuées sous l'hypothèse de la monotonie de l'effet de la séparation des droits sur la performance. En théorie, la non monotonie de l'effet peut également être envisagée. Elle serait alors justifiée par la nature des mécanismes de séparation des droits (structures pyramidales et actions à classes multiples). En effet, mis à part leurs inconvénients en terme d'expropriation des actionnaires minoritaires, ces mécanismes procurent des avantages en termes de création de marché des capitaux inter-firmes, de marché du travail, de marché de production intragroupe, de préservation de la nature de l'activité de la firme, de protection contre les prises de contrôle hostiles (Leff, 1978; Chang et Choi, 1988; Stein, 1997; Hubbard et Palia, 1999; Khanna et Palepc, 2000; et Attig *et al.*, 2005). L'existence de ces deux effets de sens opposés, pourrait expliquer la non monotonie de la relation *séparation/performance*. Nous formulons donc la deuxième hypothèse suivante :

*Hypothèse 2 : Il existe une relation non monotone entre le niveau de séparation et la performance financière.*

6. À partir de leur caractère transférable, les auteurs rangent les bénéfices privés selon quatre types : (i) *Self-dealing transactions* : ils résultent directement du transfert d'actifs hors de la firme et vers ceux détenant le contrôle. C'est, en réalité, le détournement de fonds appartenant aux autres actionnaires; (ii) *Dilution activities* : c'est le fait d'accroître le bénéfice de l'actionnaire contrôlant sans transfert direct de l'actif, mais par réduction de la richesse revenant aux actionnaires minoritaires; (iii) *Amenities* : ce sont les bénéfices qui n'ont apparemment aucun lien avec

Cette hypothèse peut être décomposée comme suit :

- Hypothèse 2-1 : La relation entre le niveau de séparation et la performance financière est positive jusqu'à un certain seuil de séparation.
- Hypothèse 2-2 : La relation est négative au-delà de ce seuil de séparation.

## Méthodologie

Dans ce qui suit, nous présentons l'échantillon des firmes retenues, la procédure suivie en matière d'identification des actionnaires ultimes ainsi que le mode de calcul des droits aux cash-flows et de contrôle. Nous achevons cette section par une présentation de la typologie des différents actionnaires ultimes, généralement considérée dans la littérature.

### ÉCHANTILLON RETENU, DONNÉES COLLECTÉES ET MESURES DES VARIABLES

L'échantillon retenu est composé de 713 entreprises cotées en bourse, ayant des propriétaires ultimes (cf. la représentativité de l'échantillon en annexe A1) et appartenant aux trois pays développés : Allemagne, France et Japon, ou bien aux trois pays asiatiques émergents : Hong-Kong, Indonésie et Singapour. S'agissant des pays développés, notre choix a été conditionné par la disponibilité des données relatives aux droits aux cash-flows et de contrôle. Par ailleurs, l'Allemagne, la France et le Japon se caractérisent par une faible protection des actionnaires minoritaires<sup>7</sup>. En effet, ces trois pays appartiennent à la même origine de droit à savoir le droit civil (*civil Law*). L'idée étant de constituer un échantillon homogène (i.e. même origine de droit). Sur cette base, la Grande Bretagne, par exemple, n'a pas été considérée dans l'échantillon dès lors qu'elle appartient à un régime de droit commun. Quant aux pays émergents retenus, il va sans dire qu'ils relèvent tous d'une même culture capitaliste qui a tendance à s'organiser autour de structures pyramidales. Ce choix a été aussi restreint par la disponibilité des données.

Les données sont relatives aux structures de propriété et aux mesures de performance : rentabilité des actifs (ci-après, *ROA*), et rentabilité des fonds propres (ci-après, *ROE*). Elles sont relatives au mois de décembre 1996. Ces données ont été extraites, principalement, de la base de données *Worldscope* (1998). Cette base de données fournit une liste détaillée des actionnaires ayant au moins 5 % du capital de chaque firme. À ce niveau, il faut noter qu'une firme ne figure dans

la richesse pécuniaire de l'actionnaire contrôlant. Par contre, ils peuvent être facilement transférés à un autre propriétaire; (iv) *Reputation benefits* : ils ne peuvent pas être transférés au profit de quelqu'un d'autre, vu que leur mise en place prend énormément de temps. Ils sont spécifiques au propriétaire.

7. Voir, à ce propos, le tableau 2 de La Porta *et al.* (1998), pp. 1113.

l'échantillon que si l'on dispose des données relatives à, au moins, 50 % des droits aux cash-flows soit à la présence d'actionnaires majoritaires.

Par ailleurs, et comme la base de données *Worldscope* ne fournit pas d'informations relatives à la présence d'actions à classes multiples, nous avons extrait ces données de la base de données *Datastream International* (1998). Les données afférentes aux affiliations des groupes ont été, par ailleurs, extraites des divers rapports d'activité et de sites Internet. Les données de performance financière ont été extraites de la base de données *Compusat*. Le choix de l'année 1996 est justifié par au moins deux raisons : (1) d'abord, étant donné l'aspect très récent de la question de recherche, il est indispensable de mener la recherche sur le même support empirique des études antérieures. L'idée est de pouvoir comparer les résultats obtenus à ceux fournis par la littérature (Gadhoun *et al.*, 2006; Boubakri *et al.*, 2006; Attig *et al.*, 2005; Cronqvist et Nilsson, 2003; Mitton, 2002; La Porta *et al.*, 2002; et Claessens *et al.*, 2000, 2002), (2) ensuite, un des objectifs de l'étude est de mener une analyse comparative entre certains pays émergents et développés. À notre connaissance, la seule base de données qui spécifie le propriétaire ultime de chaque entreprise cotée et détermine les droits aux cash-flows et les droits de contrôle du propriétaire ultime est celle relative à l'année 1996. Il s'agit de la base construite et employée par Faccio et Lang (2002) et Claessens *et al.* (2000).

#### IDENTIFICATION DU PROPRIÉTAIRE ULTIME<sup>8</sup>

Au regard des différentes définitions proposées dans la littérature, la propriété est mesurée par les droits aux cash-flows alors que le contrôle est mesuré par les droits de contrôle (La Porta *et al.*, 1999a, 1999b, 2002; Claessen *et al.*, 2002; Faccio et Lang, 2002; Lemmon et Lins, 2003; etc.). Nous emprunterons donc ces mêmes mesures.

Comme nous l'avons mentionné plus haut, il y divergence entre les droits aux cash-flows et les droits de contrôle du propriétaire ultime car les firmes peuvent émettre différentes classes d'actions donnant plusieurs droits de contrôle pour un droit au cash-flow donné. De même, cette divergence entre les deux droits peut surgir suite à l'adoption de structures de propriété, pyramidales ou croisées. Il nous semble donc pertinent de présenter brièvement la procédure d'identification du propriétaire ultime.

Lorsqu'une firme est contrôlée par deux individus détenant chacun 15 % des droits de contrôle, elle est considérée comme étant contrôlée, à moitié, par chacun d'eux à un seuil de 10 %. En revanche, cette firme est dite à propriété dispersée au seuil de 20 %.

En présence d'une firme contrôlée par deux propriétaires : une famille ayant 20 % des droits de contrôle et une firme à propriété dispersée détenant 19 % des droits de contrôle, elle est considérée comme étant à moitié contrôlée par chaque propriétaire à un seuil de 10 % et qu'elle est contrôlée par la famille à un seuil de 20 %. Comme nous l'avons mentionné au niveau de la synthèse de la littérature empirique, le seuil de 20 % des droits de contrôle est considéré comme un niveau suffisant permettant d'exercer un contrôle effectif sur la firme. En l'absence d'un actionnaire détenant 20 % des droits de contrôle, la firme est dite à propriété dispersée. Dans tout le reste de cette étude, nous considérons un seuil de 20 %, comme seuil d'exercice de contrôle effectif. En réalité, nous nous sommes référés aux travaux pionniers de La Porta *et al.* Dans leur étude (1999a), les auteurs présentent une analyse descriptive de l'état de la propriété ultime dans un échantillon couvrant les 27 pays les plus riches (année 1996). Pour définir le propriétaire ultime, ils retiennent un seuil de 20 %. À ce propos, ils avancent : "*The idea behind using 20% of the votes is that this is usually enough to have effective control of a firm*" (La Porta *et al.*, 1999a, p. 477). Dans une étude plus récente portant sur l'impact des droits aux cash-flows sur la performance, La Porta *et al.* (2002) ont retenu deux seuils de 10 % et 20 % de contrôle des droits de vote. Les résultats obtenus demeurent typiquement identiques<sup>9</sup>. Par ailleurs, d'autres chercheurs ont également retenu un niveau de contrôle de 20 %. Nous citons, à juste titre, Faccio et Lang (2002)<sup>10</sup>. En réalité, le choix des seuils de 10 % et 20 % a fait l'objet de plusieurs critiques : (i) ces seuils sont démunis de tout fondement légal, (ii) eu égard à leurs faiblesses, ces seuils ne permettent pas d'exclure le cas de contrôle conjoint. Néanmoins, selon Biebuyck *et al.* (2004) ces seuils restent utiles pour spécifier les structures de pouvoir au sein des firmes. En ce qui nous concerne, nous retenons un seuil de contrôle de 20 %.

8 Cet exemple illustratif est inspiré de Faccio et Lang (2002).

9. À cet égard, les auteurs avancent: *Choosing a threshold below 10% is not possible in practice as many countries do not have mandatory reporting requirements for ownership below 10%. La Porta et al. (1999a) present evidence that shareholders control over 20% of the votes are typically themselves the managers. Our working paper (1999b) used a smaller sample of 371 firms and a twenty 20% control off. The*

*results were similar to those presented here. But, statistically weak: The principal difference here is a large expansion of the sample, not a change in control off*" (La Porta *et al.*, 2002, p. 1155).

10. "*In line with earlier studies, we shall assume that 20% of the voting shares suffices to ensure control*", (Faccio et Lang, 2002, p. 369).

#### MODE DE CALCUL DU DROIT AU CASH-FLOW ET DU DROIT DE CONTRÔLE DU PROPRIÉTAIRE ULTIME

Nous adoptons la démarche communément admise dans la littérature empirique<sup>11</sup>. Afin d'identifier le propriétaire ultime d'une firme, nous calculons les droits de contrôle et les droits aux cash-flows des actionnaires appartenant à la chaîne de propriété de cette firme. Formellement, les droits de contrôle et les droits aux cash-flows sont déterminés comme suit<sup>12</sup> :

$$UOWS = \prod_{j=1}^m \prod_{i=1}^n OW_{ij} \quad (1)$$

où,

$UOWS$  est la part des droits aux cash-flows (i.e. part de propriété ultime);

$OW$  est la part de propriété directe au niveau (i) de la chaîne de propriété (j);

$$UCOS = \prod_{j=1}^m \min(CO_j) \quad (2)$$

où,

$UCOS$  est la part de contrôle ultime (i.e. part des droits de vote);

$CO$  est la part de contrôle directe (i.e. % de vote) au niveau (i) de la chaîne (i).

#### TYPOLOGIE DE LA PROPRIÉTÉ ULTIME

Dans cette étude, nous employons la classification suivante des propriétaires ultimes

- *Les familles* : cette rubrique inclut les familles, les individus et toute firme non cotée.
- *L'État* : il s'agit de l'État ou de toute autre instance représentative de celui-ci.

11. À titre d'illustration, si une famille détient 12 % du capital de la firme (X) qui, à son tour, détient 22 % du capital de la firme (Y). En l'absence de déviation par rapport au principe : une action-un droit de vote et de participations croisées entre (X) et (Y), on peut dire que cette famille détient 2,64 % (= 12 % x 22 %) (Equation 1.) des droits aux cash-flows dans la firme (Y), soit le produit des deux parts de capital de la chaîne. On dira que la famille contrôle 12 % (Equation 2.) de la firme (Y), soit la part la plus faible dans la chaîne des droits de contrôle. Par ailleurs, si la firme détient également 7 % du capital de la firme (Y), alors elle possède 9,64 % (12 % x 22 % + 7 %) des droits des cash-flows de la firme (Y) et contrôle 19 % des droits de contrôle, soit, (Min (12 % + 22 %) + 7 %) de la firme (Y).

12. D'après Attig et Gadhhoum (2005), "Control-Ownership Separation and the Relative Role of Cultural Heritage and Law Regime", p. 6. Ces formules sont celles adoptées par toutes les études réalisées sur la propriété ultime.

13. Les auteurs avancent: "We divide firms into those that are widely held and those with ultimate owners. We allow for five types of ultimate

- *Les institutions financières à propriété dispersée* : il s'agit des institutions financières dont la propriété est dispersée à un seuil donné.
- *Les firmes à propriété dispersée* : elles sont non financières et de propriété dispersée à un seuil donné.

En réalité, nous avons emprunté la classification standard telle qu'elle a été utilisée par plusieurs auteurs dont notamment, La Porta *et al.* (1999a)<sup>13</sup>, Claessens *et al.* (2000)<sup>14</sup> et Gadhhoum, Lang et Young (2003)<sup>15</sup>.

Contrairement à certaines études empiriques (Faccio et Lang, 2002; et La Porta *et al.*, 2000), nous intégrons les « divers » dans la classe des familles. Ce choix se situe dans le sillage de l'approche empirique de Claessens *et al.* (2000, 2002). Par ailleurs, nous emprunterons l'approche de Claessens *et al.* (2000) et Faccio et Lang (2002) : lorsque le propriétaire ultime est une firme non cotée, il sera classé dans la classe des familles. Ceci tient au fait que la législation n'impose pas généralement la publication des informations relatives à la structure de propriété des firmes non cotées.

### L'analyse descriptive

Cette analyse porte successivement sur l'identification de la nature du propriétaire ultime, les différents dispositifs de renforcement du contrôle et le degré de divergence entre la propriété et le contrôle chez le propriétaire ultime.

#### IDENTIFICATION DU PROPRIÉTAIRE ULTIME

Le tableau 1 permet d'identifier la nature du propriétaire ultime des firmes, dans les six pays retenus. Sa lecture appelle les commentaires suivants : pour l'ensemble des pays, le contrôle familial semble marquer la structure de propriété.

owners: (1) a family or an individual, (2) the State, (3) widely held financial institution such as a bank or an insurance company, (4) widely held corporation, or (5) miscellaneous" (La Porta *et al.*, 1999, p. 476).

14. À ce propos, ils avancent : « We divide corporations into widely held and corporations with controlling owners. A widely held corporation is a corporation which does not have any owners who have significant control rights. Owners are further divided into four categories: families, the state, widely-held financial institutions such as banks and insurance companies, and widely-held corporations." (Claessens *et al.*, 2000, p. 95).

15. Gadhhoum, Lang et Young (2003), « We divide corporations in to those that are widely held and those with controlling shareholders. Widely held corporation is one where no shareholders holds control rights above the 10 or 20 percent threshold. The largest shareholder of a corporation is said to be controlling shareholder at a given threshold is his direct and indirect control rights attain that threshold. We classify controlling shareholders into five types an individual, family or family trust; widely held financial institutions; widely held corporations; the State; miscellaneous." (Gadhhoum, Lang et Young 2003, p. 6).

**TABLEAU 1**  
**Typologie des propriétaires ultimes**

Pays	Nombre de firmes	Type de propriétaire ultime			
		Familles (%)	État(%)	Institutions financières à propriété dispersée (%)	Firmes à propriété dispersée (%)
<b>Pays développés</b>					
Allemagne	199	79,89	6,53	10,55	3,01
France	147	75,51	6,12	14,96	3,4
Japon	142	50,00	4,92	34,5	10,56
<b>Ensemble</b>	<b>488</b>	<b>69,87</b>	<b>5,94</b>	<b>18,85</b>	<b>5,32</b>
<b>Pays émergents</b>					
Hong-Kong	73	79,45	1,36	5,47	13,69
Indonésie	67	82,08	4,47	2,98	10,44
Singapour	85	52,94	30,58	4,7	11,76
<b>Ensemble</b>	<b>225</b>	<b>70,22</b>	<b>13,33</b>	<b>4,44</b>	<b>12,00</b>

Les données reproduites dans ce tableau sont relatives à 488 firmes des pays développés et 225 firmes des pays émergents. Les chiffres représentent le pourcentage des firmes contrôlées par chaque type de propriétaire ultime (famille, État, firmes à propriété dispersée et institutions financières à propriété dispersée) et ce, à un niveau seuil de propriété de 20 %.

Au niveau des pays émergents, l'Indonésie représente la part la plus élevée avec 82,08 %. Pour les pays développés, cette part est de 79,89 % pour l'Allemagne. L'examen de la typologie de l'actionnaire ultime, pour un seuil de 20 %<sup>16</sup>, montre que, pour Hong-Kong et pour l'Indonésie, les firmes non financières, à propriété dispersée, se situent au deuxième rang après les familles et devancent les institutions financières et l'État. En effet, ces propriétaires ultimes représentent respectivement des parts égales à 13,59 % et à 10,44 %. En revanche, pour Singapour, l'État se situe au deuxième rang avec une part de 30,58 % suivi par les entreprises dispersées et les institutions financières. Ceci peut être dû à certaines restrictions juridiques imposées par le législateur. En effet, certaines lois déterminent le pourcentage minimum de propriété exigé permettant d'exercer un contrôle effectif sur la firme. De même, pour Hong-Kong et Singapour, la participation des banques dans le capital des autres firmes est limitée. Plus encore, cette participation est non autorisée en Indonésie<sup>17</sup>. Ainsi, il semble tout à fait raisonnable de relever des faibles parts du contrôle exercé par les institutions financières à propriété dispersée.

S'agissant des pays développés, la structure de propriété est caractérisée par la présence des institutions financières

en tant que propriétaires ultimes. Celles-ci représentent, en effet, une part de 18,85 % pour les trois pays développés. L'État et les firmes à propriété dispersée se situent respectivement aux troisième et quatrième rangs.

#### LES DISPOSITIFS DE SÉPARATION PROPRIÉTÉ / CONTRÔLE

Comme nous l'avons mentionné plus haut, différents mécanismes permettent un renforcement du contrôle du propriétaire ultime. Nous avons, pour l'essentiel, montré que ces mécanismes sont conformes à l'hypothèse communément admise, et selon laquelle un renforcement du contrôle permet la réalisation de bénéfices privés (Barclay et Holderness, 1989; Claessens *et al.*, 2002; Jensen et Meckling, 1976); Johnson *et al.*, 2000; et La Porta *et al.*, 2002).

Dans ce qui suit, nous considérons les principaux mécanismes de renforcement du contrôle à savoir : les structures pyramidales, les structures croisées et les actions à classes duales. L'objectif est double. Il s'agit, d'abord, d'évaluer la part relative de chacun de ces mécanismes de renforcement du contrôle dans les pays développés et dans les pays émergents. Puis, de mettre en exergue la séparation entre les

16. Contrairement à certains auteurs, tels que Claessens, Djankov et Lang (2000) et La Porta *et al.* (1999a), nous retenons dans tout le reste de nos investigations empiriques un seul niveau seuil de propriété égal à 20 %.

17. cf. Institute of International Bankers, 1997.



droits aux cash-flows et les droits de contrôle chez le propriétaire ultime. Rappelons, à ce niveau, que la variable séparation *droits aux cash-flows/droits de contrôle*, constitue une variable déterminante pour notre recherche.

Le tableau 2 donne la répartition des firmes retenues dans l'échantillon selon les trois mécanismes de renforcement du contrôle du propriétaire ultime (i.e. structures pyramidales, structures croisées et actions à classes duales).

### Les structures pyramidales

La lecture de ce tableau permet de souligner l'importance des structures pyramidales en tant que mécanisme de renforcement du contrôle exercé par le propriétaire ultime. Cette tendance est plus marquée dans les pays émergents. En effet, 51,43 % des propriétaires ultimes, à un seuil de contrôle de 20 %, exercent leur contrôle via des structures pyramidales. Les pourcentages les plus élevés sont constatés pour l'Indonésie et pour Singapour, avec respectivement, 68,66 % et 62,35 %.

Pour les pays développés, ces structures sont, en moyenne, présentes à raison de 24,65 %. Le pourcentage le moins

élevé est enregistré en France avec 12,92 %. Au total, nous relevons un recours intensif des propriétaires ultimes aux structures pyramidales dans les pays émergents et ce, comparativement aux pays développés.

### Les structures croisées

Nous sommes en présence d'un actionariat croisé dans une chaîne de propriété d'une firme (A) si cette dernière détient quelques actions chez son actionnaire contrôlant ou chez les firmes faisant partie de la chaîne de contrôle. L'examen des statistiques contenues dans le tableau 2, révèle la faible importance de ce mécanisme de renforcement du contrôle aussi bien dans les pays émergents que dans les pays développés. Les pourcentages des structures croisées s'élèvent respectivement à 8,2 % et 4,9 %, dans les pays émergents et dans les pays développés. En ce qui concerne les pays émergents, le pourcentage le plus élevé est enregistré pour Singapour. Pour les pays développés, les structures croisées sont faibles et moins importantes que dans les pays émergents. Nous relevons l'absence même de ces structures croisées en France. Le taux le plus élevé est enregistré au Japon. Par ailleurs, nous constatons que, pour les pays émergents, Singapour se caractérise par la forte présence de structures croisées et de structures pyramidales avec respectivement 14,7 % et 62,35 %.

### Les actions à classes multiples

Rappelons, de prime à bord, que les droits aux cash-flows et le droit de contrôle peuvent diverger suite à l'émission d'actions à classes multiples. En effet, ces actions contèrent à leurs porteurs différents droits de contrôle pour un niveau donné de droit de propriété. Il ressort du tableau 2 que les actions à classes multiples sont plus utilisées dans les pays développés que dans les pays émergents. Il faut, en effet, acquérir en moyenne 19,33 % du capital pour avoir 20 % des droits de contrôle. Cette moyenne étant de 19,62 % dans les pays émergents. En d'autres termes, plus la part exigée du capital nécessaire pour contrôler 20 % est faible et plus les actions à classes multiples sont fréquentes.

Pour les pays émergents, les actions à classes multiples sont pratiquement absentes en tant que mécanisme d'exercice du contrôle du propriétaire ultime. En fait, la part moyenne du capital exigée est égale à 19,62 %, c'est-à-dire très proche de 20 %. Ces mécanismes ne sont pas autorisés à Singapour. (i.e. le capital exigé étant de 20 %). Par ailleurs, la déviation la plus importante étant enregistrée en Indonésie, soit 19,7 %.

Pour les pays développés, les actions à classes multiples ne sont pas autorisées au Japon ce qui explique l'absence de déviation par rapport au principe une action / un droit de vote. La France se situe au deuxième rang avec une déviation de l'ordre de 19,95 %. Ceci tient au fait que la législation française fait restreindre les actions sans droits de vote à 25 % du capital en actions. La déviation la plus importante est observée en Allemagne avec un taux de 18,05 %.

TABLEAU 2

### Mécanisme de séparation : propriété / contrôle du propriétaire ultime

Pays	Nombre de firmes	Actions à classes multiples	Structure pyramidale	Structures croisées
<b>Pays développés %</b>				
Allemagne	199	18,05	25,12	4,02
France	147	19,95	12,92	0,00
Japon	142	20,00	35,92	10,7
<b>Moyenne</b>		<b>19,33</b>	<b>24,65</b>	<b>4,9</b>
<b>Pays émergents %</b>				
Hong-Kong	73	19,75	23,29	9,1
Indonésie	67	19,13	68,66	0,8
Singapour	85	20,00	62,35	14,7
<b>Moyenne</b>		<b>19,62</b>	<b>51,43</b>	<b>8,2</b>

Les données reproduites dans ce tableau sont relatives à 488 firmes appartenant à des pays développés et 225 firmes appartenant à des pays émergents. Seuls les pays ayant des propriétaires ultimes, pour un seuil de 20 %, ont été retenus. Les actions à classes multiples désignent le pourcentage minimum du capital (valeur comptable) permettant d'acquérir 20 % des droits de contrôle. Pour les structures pyramidales et croisées, les chiffres désignent le pourcentage des firmes ayant des structures pyramidales ou croisées.

Au total, les résultats auxquels nous avons abouti confirment les principaux enseignements tirés de la synthèse de la littérature empirique. En effet, au terme de celle-ci, nous avons relevé l'importance relative des structures pyramidales et des actions à classes multiples par rapport aux participations croisées.

#### DIVERGENCE ENTRE LA PROPRIÉTÉ ET LE CONTRÔLE

La lecture du tableau 3 appelle les commentaires suivants :

1. En ce qui concerne les pays développés, nous notons souvent des écarts entre les droits de contrôle et les droits aux cash-flows. En effet, la valeur moyenne des droits de vote s'élève à 47,47 % contre 43,38 % seulement de droits aux cash-flows. Par conséquent, la valeur moyenne de la séparation des droits s'élève à 4,09 %. L'Allemagne et le Japon devançant la France avec des niveaux de séparation moyens de 5,96 % et 4,38 %. Par ailleurs, la distribution des droits des différentes firmes autour de leurs valeurs moyenne est assez large comme en témoignent les écart-types. En effet, certaines firmes des pays émergents ou développés sont situées dans l'intervalle (25 %-30 %]. Autrement dit, ces firmes exhibent des niveaux de séparation des droits allant jusqu'à 30 %.
2. Une situation typiquement analogue est observée pour l'ensemble des pays émergents. En effet, les droits de vote dépassent nettement les droits aux cash-flows, ce qui a fait apparaître des niveaux de séparation assez élevés. Toutefois, la séparation des droits étant plus prononcée dans les pays émergents puisque la séparation moyenne se situe à 6,78 % contre 4,09 % dans les pays développés. En fait, ceci semble être tout à fait attendu dans la mesure où les dispositifs de contrôle (structures pyramidales, croisées et classes duales) sont plus fréquents dans les pays émergents. L'Indonésie et Singapour se distinguent nettement des autres pays avec des niveaux de séparation moyens des droits respectivement égaux à 9,44 % et 7,23 %.

#### Validation des hypothèses

Afin de tester les hypothèses ( $H_1$ ) et ( $H_2$ ), nous avons eu recours à trois approches : (i) une analyse graphique, (ii) une analyse statistique par la méthode ANOVA et par le test non paramétrique de Kruskal-Wallis (iii) une analyse en termes de régression.

#### ANALYSE GRAPHIQUE

Les figures 1.A et 1.B reproduisent l'évolution de la performance mesurée par la rentabilité des actifs et celle des capitaux propres en fonction des droits aux cash-flows pour respectivement les pays émergents et les pays développés. Les droits aux cash-flows varient dans l'intervalle (0-100 %], ainsi, ils ont été classés selon des intervalles de 10 %. La première figure ne laisse pas présager la présence d'une

**TABLEAU 3**  
**Statistiques descriptives des droits aux cash-flows, droits de vote et de leurs divergences**

	Moyenne	Médiane	I <sup>er</sup> quartile	3 <sup>e</sup> quartile	E-Type
<b>Allemagne</b>					
DCF	51,43	50,00	25,00	75,70	29,85
DV	57,39	53,00	33,00	76,50	25,80
Sép	5,96	0,00	0,00	7,50	11,33
<b>France</b>					
DCF	54,78	52,15	36,20	68,15	22,55
DV	56,05	53,60	39,73	68,20	21,53
Sép	1,26	0,00	0,00	0,00	4,02
<b>Japon</b>					
DCF	20,28	20,00	14,00	24,00	11,02
DV	24,67	20,00	20,00	30,00	7,56
Sép	4,38	0,00	0,00	9,00	6,80
<b>TOTAL PAYS DÉVELOPPÉS</b>					
DCF	43,38	37,49	20,00	62,20	27,77
DV	47,47	42,75	24,21	65,80	25,30
Sép	4,09	0,00	0,00	2,96	8,62
<b>Hong Kong</b>					
DCF	27,60	26,00	22,00	33,00	11,08
DV	31,41	28,00	25,00	36,00	9,52
Sép	3,80	0,00	0,00	0,00	7,44
<b>Indonésie</b>					
DCF	29,34	26,00	18,00	41,00	12,94
DV	38,79	36,00	32,00	46,00	10,04
Sép	9,44	7,00	0,00	17,00	9,98
<b>Singapour</b>					
DCF	23,00	22,00	16,00	30,00	10,95
DV	30,23	26,00	22,00	40,00	9,28
Sép	7,23	8,00	0,00	11,00	6,87
<b>TOTAL PAYS ÉMERGENTS</b>					
DCF	26,38	24,00	18,00	33,00	11,88
DV	33,16	32,00	24,00	42,00	10,24
Sép	6,78	3,00	0,00	12,00	8,36

DCF: droits aux cash-flows, DV : droits de contrôle, sép: la différence entre les droits de contrôle et les droits aux cash-flows du propriétaire ultime. E. Type: L'écart type

relation croissante et monotone entre les droits aux cash-flows et la performance. En effet, on peut déceler une seule évolution à la baisse de la performance sur l'intervalle [0-30 %] pour les deux mesures de performance. Ce résultat ne confirme pas, dans sa globalité, l'hypothèse 1 relative à l'effet positif des droits aux cash-flows détenus par le propriétaire ultime sur la performance la firme. Néanmoins, ce premier résultat confirme les conclusions de Claessens *et al.* (2002) selon lesquelles l'effet exercé par les droits aux cash-flows du propriétaire ultime n'est pas monotone. Pour les pays développés nous relevons une instabilité du comportement de la performance en fonction des droits aux cash-flows quelque soit la mesure de la performance retenue. Cet effet de causalité sera testé par des spécifications économétriques plus appropriées.

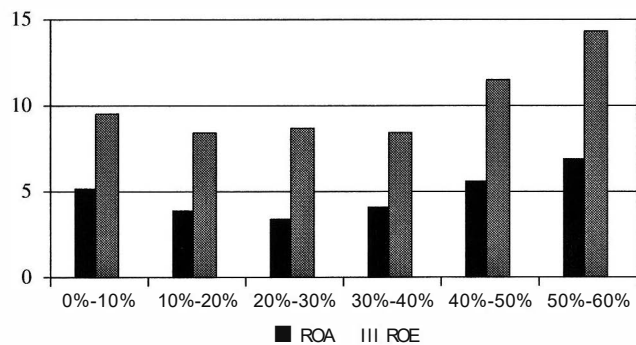
Les figures 2.A et 2.B retracent le comportement de la performance en fonction de la divergence entre les droits aux cash-flows et les droits de contrôle du propriétaire ultime et cela pour les pays émergents et développés. La

divergence des droits a été classée selon des intervalles de 5 %. L'idée étant de visualiser l'éventuelle absence de monotonie de l'effet de la séparation sur la performance (hypothèse 2).

De la figure 2.A reproduisant le comportement de la performance en fonction de la séparation, il ressort que pour un niveau de divergence des droits situé dans l'intervalle [0-5 %], nous enregistrons le niveau de performance le plus élevé. À partir d'un niveau de séparation des droits de 25 %, le niveau de performance conserve une nette tendance baissière. Pour des niveaux de séparation intermédiaires, tel que ]10-15 %], les firmes réalisent des performances financières plus élevées que celles obtenues en présence des niveaux de séparation de ]5-10 %] et ]15-20 %]. Cette figure fait apparaître clairement une certaine absence de monotonie de l'effet de la séparation des droits de contrôle et de propriété détenus par le propriétaire ultime sur le niveau de performance mesuré par la rentabilité des actifs ou des capitaux propres.

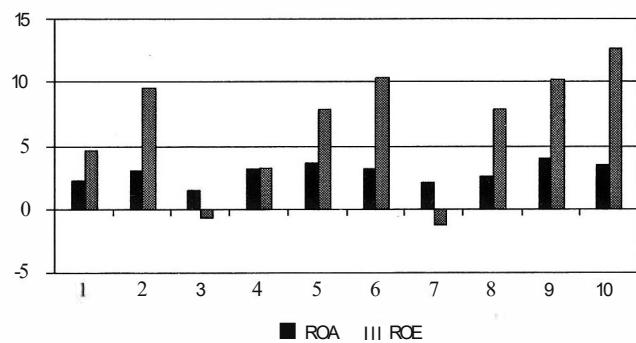
**FIGURE 1.A**

**Évolution de la rentabilité des actifs et de la rentabilité des fonds propres en fonction des droits aux cash-flows: cas des pays émergents**



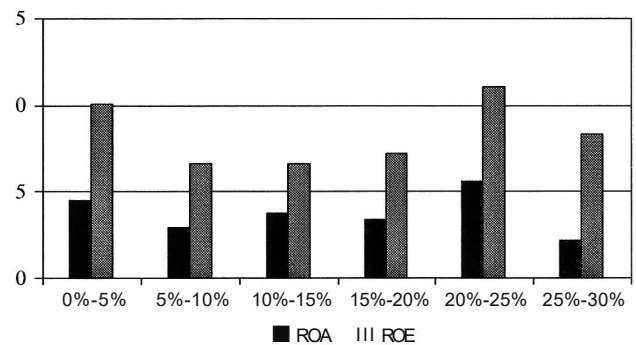
**FIGURE 1.B**

**Évolution de la rentabilité des actifs et de la rentabilité des fonds propres en fonction des droits aux cash-flows : cas des pays développés**



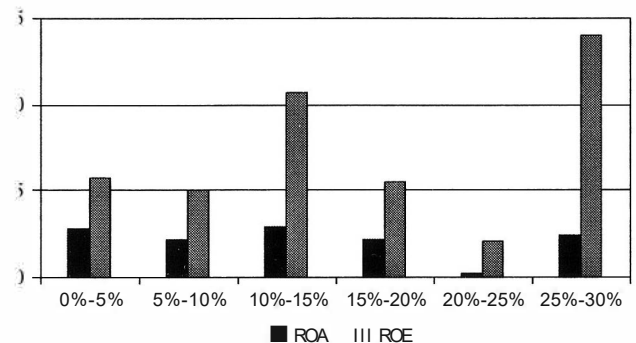
**FIGURE 2.A**

**Évolution de la rentabilité des actifs et de la rentabilité des fonds propres en fonction de la séparation : cas des pays émergents**



**FIGURE 2.B**

**Évolution de la rentabilité des actifs et de la rentabilité des fonds propres en fonction de la séparation : cas des pays développés**



La figure 2.B reproduit l'évolution de la performance, mesurée par la rentabilité des capitaux propres et celle des actifs, en fonction de la séparation des deux droits détenus par le propriétaire ultime. Elle laisse apparaître nettement un effet non monotone de la séparation sur la performance. En revanche, les tendances observées notamment pour le cas de la rentabilité des capitaux propres sont en discordance avec les *a priori* de la théorie. En effet, selon la théorie (Claessens *et al.*, 2002; Lins *et al.*, 2003; et Lauterbach et Tolkowsky, 2004), on devrait s'attendre à une baisse de la performance pour des niveaux élevés de séparation. Ceci peut être dû à : (1) la non pertinence de la rentabilité des capitaux propres en tant que mesure de performance, (2) à l'absence de lien entre la rentabilité des capitaux propres et les variables de structure de propriété. Les résultats obtenus pour les deux mesures de la performance confirment l'hypothèse 2. Ces constats préliminaires feront l'objet d'une analyse statistique basée sur la méthode ANOVA.

#### L'ANALYSE ANOVA

Afin de cerner l'impact de la séparation sur le niveau de performance (mesuré par la rentabilité des actifs et celle des capitaux propres), nous avons eu recours aux tests ANOVA d'égalité des moyennes et celui d'égalité des médianes de Kruskal-Wallis. Les résultats de ces tests sont consignés dans le tableau ci-dessous :

À la lumière de ces résultats, nous pouvons avancer les commentaires suivants: pour le test F-ANOVA, les valeurs calculées montrent sa non significativité. Ceci constitue un rejet de l'hypothèse d'inégalité des moyennes des rentabilités des actifs et des capitaux propres pour les deux sous-groupes (présence et absence de séparation). Ce test nous amène à rejeter l'hypothèse de la présence d'un effet de la séparation sur la performance.

Ce résultat n'a pas été corroboré par le test, non paramétrique, d'égalité des médianes de Kruskal-Wallis. Pour les pays émergents, la valeur calculée de cette statistique s'élève à 3,992, ce qui conduit au rejet de l'hypothèse d'égalité des valeurs médianes de performance à un seuil de significativité de 5 %. En ce qui concerne les pays développés, l'hypothèse est rejetée à un seuil de 1 %. Un résultat similaire est obtenu pour l'échantillon global et pour un seuil de significativité de 10 %. Au total, les résultats des tests ANOVA aboutissent à des conclusions divergentes. Ceci nous a amené à approfondir l'analyse en procédant à des estimations économétriques.

#### ANALYSE DES RÉGRESSIONS

Nous effectuons une régression de type linéaire afin de tester les hypothèses H<sub>1</sub> et H<sub>2</sub>. Pour ce faire, nous retenons le modèle suivant :

$$\text{perf} = a_0 + a_1 \text{dcf} + a_2 \text{sep} + a_3 \text{muette} + a_4 \text{VCont} + \epsilon \quad (3)$$

**TABLEAU 4**  
**Résultats des tests ANOVA et de Kruskal-Wallis**

	N	Mesure de performance	
		ROA	ROE
<b>Pays émergents</b>			
DV>DCF	116	3,921	8,264
DV=DCF	109	4,665	10,33
F-testANOVA		0,880 (0,34)	2,33 (0, 128)
ANOVAde Kruskal-Wallis		3,992 (0,045)	5,155 (0,023)
<b>Pays développés</b>			
DV>DCF	140	2,371	5,746
DV=DCF	348	2,707	5,685
F-testANOVA		0,266 (0,60)	0,0003 (0,98)
ANOVAde Kruskal-Wallis		6,182 (0,012)	1,113 (0,291)
<b>Échantillon global</b>			
DV>DCF	256	3,073	6,89
DV=DCF	457	3,174	6,79
F-testANOVA		0,040 (0,84)	0,002 (0,96)
ANOVAde Kruskal-Wallis		2,962 (0,085)	2,397 (0,121)

DV et DCF désignent respectivement les droits de contrôle et les droits aux cash-flows du propriétaire ultime, L'ROA et l'ROE sont exprimés en moyennes. Les chiffres entre parenthèses désignent les niveaux de significativité, N : le nombre de firmes de chaque échantillon,

Avec:

*perf*: la performance financière, mesurée par la rentabilité des capitaux propres (ROE) et celle des actifs (ROA);

*dcf*: les droits aux cash-flows détenus par le propriétaire ultime;

*sep* : la différence entre les droits de contrôle et les droits aux cash-flows détenus par le propriétaire ultime;

*VCont* : autres variables de contrôle, incluant le ratio d'endettement, la taille et l'âge;

*muette* : variable *dummy* qui prend la valeur 1 si la différence entre le contrôle et la propriété est inférieure à la différence moyenne du sous échantillon en question et 0 sinon

$\epsilon$  : terme d'erreur.

Puisque, le modèle de régression retenu a été estimé pour chaque sous échantillon, il a fallu utiliser une différence moyenne de séparation relative à chaque sous échantillon; c'est-à-dire 6,78 % et 4,09 %<sup>18</sup> pour, respectivement, les pays émergents et développés. D'un point de vue économétrique, l'introduction de la variable *dummy* permet de tester l'hypothèse selon laquelle la performance change de signe en fonction de l'ampleur de la différence des droits par rapport à la différence moyenne des droits de chaque sous échantillon. En effet, un signe négatif et statistiquement significatif du coefficient estimé relatif à la variable *dummy* implique que l'évolution de la performance change de signe selon que la séparation des droits soit supérieure ou inférieure à la séparation moyenne. Nous empruntons cette démarche empirique à Lemmon et Lins (2003) et à Claessens *et al.* (2002).

Conformément aux études empiriques antérieures, la variable « taille » est approximée par le logarithme du total actif. « L'âge » est mesuré par le nombre d'années séparant la date de création de la firme de l'année de l'étude 1996. La variable « endettement » est définie par le ratio (dettes totales / total actif). Nous devons anticiper un effet positif de l'âge et de la taille sur la performance. En effet, les études empiriques antérieures montrent que, souvent, les firmes les plus anciennes et les plus larges divulguent régulièrement leurs informations comptables, attirent l'attention des analystes financiers et diversifient leurs activités. Par conséquent, ces firmes sont exposées à de faibles risques financiers. Statistiquement, nous anticipons des coefficients estimés positifs relatifs à ces deux variables. Inversement, les firmes récemment créées et de tailles faibles présentent des opportunités de croissances considérables et ont des activités moins diversifiées. Pour la variable endettement, son impact sur la performance financière pourrait, d'un point de vue théorique, avoir deux signes possibles selon qu'on soit en présence d'effets de levier financiers positif ou négatif.

Il serait fort intéressant d'introduire les variables de contrôle les plus pertinentes afin d'améliorer la capacité explicative du modèle. Cependant, certaines variables telles que, besoin en fonds de roulement, tangibilité des actifs, profitabilité, le ratio *market-ta-book*, ne sont pas disponibles pour les firmes ayant des propriétaires ultimes retenues pour l'année d'étude (1996). Par conséquent, le choix a été restreint par la disponibilité des données<sup>19</sup>.

Le tableau 5 récapitule les résultats des estimations.

18. Voir, à ce propos, le tableau 3 des statistiques descriptives.

19. Le choix des variables de contrôle introduites dans le modèle de régression est justifié par au moins deux raisons. D'abord, la revue de la littérature menée dans le cadre de notre étude, montre que les variables de contrôle généralement introduites sont (1) croissance du chiffre d'affaires (La Porta *et al.*, 2002), (2) dépenses de recherches et développement (R&D), âge, taille, variable de consolidation comptable, secteur d'activité (Claessens

**TABLEAU 5**  
**Résultats des estimations**

	ROA	ROE
	Coefficients	Coefficients
	Pays émergents	
Constante	3,401 (1,997)**	2,693 0,839
Droits aux cash-flows	0,084 (2,37)***	0,167 (2,490)***
Sép.	0,223 (2,699)***	0,496 (3,184)***
Muette	-2,486 (-1,815)*	-6,104 (-2,365)***
R. dette	-0,056 (-2,62)***	-0,021 (-0,537)
Taille	-0,131 (-0,803)	-0,092 (-0,299)
Âge	0,009 (0,496)	0,057 (1,549)
R <sup>2</sup>	0,083	0,075
R <sup>2</sup>	0,062	0,053
Pays développés		
Constante	3,757 (4,515)***	2,246 (0,491)
Droits aux cash-flows	0,013 (1,093)	0,112 (1,659)*
Sép.	0,047 (0,783)	-0,063 (-0, 190)
Muette	-0,613 (-0,466)	4,844 (0,670)
R. dette	-0,072 (-4,312)	-0,101 (-1,105)
Taille	-0,011 (0,678)	-0,0086 (0,221)
Âge	0,021 (0,876)	0,065 (0,775)
R <sup>2</sup>	0,044	0,01
R <sup>2</sup>	0,034	0,001

Les chiffres entre parenthèses désignent les t-student, \*, \*\* et \*\*\* sont respectivement les seuils de significativité à 10 %, 5 % et 1 %.

*et al.*, 2002), (3) ratio d'endettement, valeur marchande des fonds propres, *market-ta-book* (Lemmon et Lins, 2003), (4) levier financier, total actif, secteur d'activité (Cho, 1998), (5) âge, dépenses de R&D, ratio d'endettement, actifs intangibles, (Yeh *et al.*, 2001), (6) taille de la firme, ratio d'endettement, taux de croissance du chiffre d'affaire, taux de distribution de dividendes (Attig *et al.*, 2005).

La lecture de ce tableau nous permet de faire les commentaires suivants: s'agissant des pays émergents, les résultats obtenus sont statistiquement satisfaisants et sont en conformité avec les affirmations théoriques. En ce qui concerne l'effet des droits aux cash-flows (Hypothèse 1.), le coefficient estimé est positif et significatif au seuil de 1 % ce qui valide la première hypothèse relative à la présence d'un effet positif des droits aux cash-flows sur la performance. Cette hypothèse est valable pour les deux mesures de la performance retenues.

En ce qui concerne l'effet de la séparation (Hypothèse 2), l'introduction de la séparation en valeur exerce un effet positif et significatif sur la performance. Par ailleurs, l'intégration d'une variable muette spécifiant l'ampleur de la séparation par rapport à la valeur moyenne dégage un coefficient négatif et statistiquement significatif. En réalité, ces deux résultats ne sont pas contradictoires. En fait, pour un niveau faible de séparation, cette dernière exerce un effet positif sur la performance (Hypothèse 2.1). En revanche, lorsque la séparation s'écarte par rapport à sa valeur moyenne, son effet sur la performance devient négatif (Hypothèse 2.2). Ces résultats valident, par conséquent, les deux sous hypothèses  $H_{21}$  et  $H_{22}$ . Théoriquement, ceci peut tenir aux avantages inhérents à la séparation via les structures pyramidales et les actions à classes multiples : la création de marché de capitaux inter firmes, de marché de travail, de marché de production intragroupe, la préservation de la nature de l'activité de la firme et la protection contre les prises de contrôle hostiles. Pour des niveaux de séparation élevés, le gain provenant de l'expropriation (bénéfice privé) est supérieur à la perte en termes de cash-flows dus à cette expropriation.

Comparativement aux pays émergents, les résultats obtenus dans le cas des pays développés sont statistiquement moins satisfaisants. Mis à part l'effet des droits aux cash-flows, qui reste positif et significatif, les coefficients relatifs aux variables de séparation ne sont affectés des signes attendus que pour le cas de la performance mesurée par la rentabilité des actifs.

S'agissant des variables de contrôle, le coefficient relatif à la variable taille admet un signe négatif et est statistiquement non significatif et ce, pour les deux sous échantillons retenus. Ce résultat suggère que les petites firmes ont souvent de nombreuses opportunités de croissance et, par conséquent, des performances financières élevées. Pour les grandes firmes, une faible rentabilité financière peut tenir à une diversification excessive de leurs portefeuilles d'activités (Cleassens *et al.*, 1999). Le résultat obtenu est conforme, entre autres, aux conclusions de Cleassens *et al.* (2002). Leur étude révèle un impact négatif de la taille sur la performance pour un échantillon de huit pays asiatiques émergents. Quant à la variable âge, comme nous l'avons anticipé, son coefficient admet un signe positif pour les deux groupes de pays. En ce qui concerne la variable endettement, le signe du coefficient y afférent est négatif et statistiquement significatif dans le cas de l'ROA. Ce résultat corrobore, entre autres, les conclusions de Yeh *et al.* (2001) et Lemmon et Lins (2003).

## Conclusion

Ce papier s'est intéressé à l'évaluation de l'incidence des droits aux cash-flows et de leurs divergences par rapport aux droits de contrôle, sur la performance financière des firmes en cas de présence d'un propriétaire ultime.

Au niveau théorique, l'émergence de la notion de propriété ultime et celle de séparation des droits aux cash-flows et de contrôle ont suscité un débat et certaines questions demeurent jusqu'à présent sans réponses. Il s'agit en particulier de celles relatives aux avantages associés à la séparation de la propriété et du contrôle du propriétaire ultime ainsi que de leurs effets sur la performance. Ces avantages sont souvent négligés par les études théoriques.

Au niveau empirique, les recherches se sont orientées vers l'étude de l'impact de la séparation de la propriété et du contrôle du propriétaire ultime sur la performance. L'hypothèse qui a été jusqu'à présent privilégiée est celle de l'existence d'un impact négatif et monotone. Ce n'est que récemment, que certains chercheurs ont commencé à évoquer implicitement la non monotonie de la relation pour certains pays émergents (Claessens *et al.*, 2002) et Lemmon et Lins, 2003).

Dans cet article, nous avons avancé deux hypothèses : (i) l'existence d'un effet positif de la propriété du propriétaire ultime sur la performance, (ii) La divergence entre cette propriété et le contrôle a un effet non monotone sur la performance. Ces deux hypothèses ont été confrontées à la réalité des pays émergents et des pays développés. L'étude empirique a concerné trois pays émergents (Hong-Kong, Indonésie et Singapour) et trois pays développés (Allemagne, France et Japon) et a couvert un total de 713 firmes ayant des propriétaires ultimes.

Les résultats de l'analyse descriptive révèlent que, pour l'ensemble des pays retenus, le contrôle familial semble marquer la structure de propriété. Pour les pays émergents, les firmes non financières à propriété dispersée se situent au deuxième rang après celles contrôlées par des familles. S'agissant des pays développés, la structure de propriété est imprégnée par la forte présence des institutions financières en tant que propriétaires ultimes.

L'étude a, par ailleurs, mis en exergue l'importance des structures pyramidales et croisées dans les pays émergents et celle des actions à classes multiples dans certains pays développés. L'émergence de ces dispositifs dans les pays émergents est à l'origine des divergences observées entre la propriété et le contrôle du propriétaire ultime.

Au niveau des tests d'hypothèses, l'étude valide l'hypothèse de l'existence d'un effet positif des droits aux cash-flows, détenus par le propriétaire ultime sur la performance. Cette conclusion est conforme à la théorie et s'inscrit dans la lignée des études antérieures. De même, l'étude valide la deuxième hypothèse relative à la non monotonie de l'effet de la séparation des droits du propriétaire ultime sur la performance. La non monotonie a été validée au terme d'une

démarche économétrique qui a expliqué le comportement de la variable «performance», entre autres, par une variable muette en rapport avec l'ampleur de la séparation.

Cette étude pourrait avoir des extensions. Il est, en effet, possible de considérer une mesure de la performance en rapport avec le marché. Le *Q-Tobin* pourrait constituer, à cet égard, une variable pertinente. Enfin, cette étude n'a pas pris en considération l'effet de la nature du propriétaire ultime, sur la relation de causalité : *séparation des droits-performance*. Il serait aussi intéressant d'introduire une différenciation dans l'échantillon en intégrant certains pays de l'Afrique ou de l'Amérique Latine ■

## Références

- Arno, N.; Y. GADHOUM (2005), "Control-Ownership separation and relative role of cultural heritage and law regime", 3<sup>d</sup> International Finance Conference Tunisia.
- Arno, N.; K. FISCHER; Y. GADHOUM (2005), "On the determinants and effects of control pyramids: evidence on dilution of minority interests", *Journal of Business and Financial Accounting*, forthcoming.
- BARCA, F.; BECHT M., (2001), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press.
- BARCLAY, M. et C. HOLDERNESS (1989), "Private benefits from control of public corporation", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 371-395.
- BAUMOL, W., (1959), "Business behavior, value and growth", MacMilan, New York.
- BEBCHUK, L. et M. KAHAN (1990), "A framework for analyzing legal policy towards proxy contests", *California w w Review*, Vol. 78, pp. 1071-1135.
- BEBCHUK, L., (1999), "A rent protection theory of corporate ownership and control", NBER *working paper*, n° 7203.
- BEBCHUK, L., R. KRAAKMAN et G. TRIANTIS, (2000), "Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity: the reaction and agency costs of separating control from cash flow rights", NBER *working paper*, n° 6951.
- BERLE, A.; G. MEANS, (1932), *The modern corporation and private property*, 2<sup>ème</sup> éd. MacMilan.
- BIANCHI, M., M. BIANCO, L. ENRIQUES (1998), "Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy", European Corporate Governance Network, *Working paper*.
- BIEBUYCK, T., A. CHAPPELLE et A. SZAFARZ, (2004), "Les leviers de contrôle des actionnaires majoritaires", *Revue Gouvernance*, Vol. 1, pp. 52-76.
- BouBAKRI, N., O. GUEDHAME, O. Sy, (2005), "The legal and extra-legal determinants of the separation between ownership and control", On Corporate Governance and Corporate Social Responsibility, Birmingham, U.K.
- BURKART, M., D. GROMB, F. PANUNZI (1998), "Why higher takeover premia protect minority shareholders", *Journal of Political Economy*, Vol. 106, pp. 172-204.
- CHANG S.; U. CHOI (1988), "Strategy, structure and performance of Korean business groups: a transactions cost approach", *Journal of Industrial Economics*, Vol. 37, pp. 141-158.
- CHO, M., (1998), "Ownership structure, investment and corporate value: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, pp. 103-121.
- CLAESSENS, S.; J. FAN (2003), "Corporate governance in Asia: A survey", *International Review of Finance*, Vol 3, pp. 71-103.
- CLAESSENS, S., S. DIANKOV; L. LANG (2000), "The separation of ownership and control in East Asian corporation", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp. 81-112.
- CLAESSENS, S., S. DIANKOV, J. FAN; L. Lang, (1999), "The patterns and valuation effects of corporate diversification: A comparison of the United State, Japan and other East Asian economies" World Bank Washington, D.C.
- CLAESSENS, S., S. DIANKOV, J. FAN; L. Lang, (2002), "Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings", *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 2741-2771.
- CRONQVIST, H.; M. NILSSON (2003), "Agency costs of controlling minority shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, pp. 695-719.
- DEMSEIZ, H.; L. LEHN (1985), "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economy*, Vol. 93, n° 6, pp. 1155-1177.
- DEMSEIZ, H., (1983), "The structure of ownership and the theory of the firm", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 375-390.
- DENIS, J.; K. DENIS (1994), "Majority owner-manager and organisational efficiency", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 1, pp. 91-118.
- DYCK, A.; L. ZINGALES (2004), "Private benefits of control: an international comparison", *Journal of Finance*, Vol. 59, pp. 537-600.
- EHRHARDT, O.; E. NOWAK (2003), "Private benefits and minority shareholder expropriation: empirical evidence from IPOs of German family owned firms", *Center for Financial Studies*.
- EISENBERG, M., (1976), "The structure of the corporation: a legal analysis", Little, Brown and Co, Boston, Mass.
- FACCI0, M.; L. LANG (2000), "The separation of ownership and control: An analysis of ultimate ownership in western European corporation", European Financial Management Association Annual Meeting.
- FACCI0, M.; L. LANG (2002), "The ultimate ownership of western European corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, pp. 365-395.
- FRANKS, J.; C. MAYER (2001), "Ownership and control of German corporations", *Review of Financial Studies*, Vol. 14, N° 4, pp. 943-977.
- ÜADHOUM, Y., L. LANG et L. YOUNG, (2003), "Who controls US", Working paper, Chinese University of Hong Kong.
- GADHOUM, Y., J.P. GUEYIÉ et M. CHAÏLOUL, (2006), « Le conseil d'administration dans la gouvernance des entreprises nord-américaines », *Revue GESTION 2000*, N° 4, pp. 93-116.
- GALBRAITH, J., (1967), *The new industrial state*, Houghton-Mifflin, Boston, Mass.
- GROSSMAN, S.; O. HART, (1980), "Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation", *Bell Journal of Economics*, Vol. 11, pp. 42-64.
- GROSSMAN, S.; O. HART, (1988), "One share-one vote and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 175-202.

- GUERCILO; HAWKINS (1999), "The motivation and impact of pension fund activism", *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, pp. 293-340.
- HAMON J., (2001), "La répartition des droits de vote, leur exercice et l'efficacité économique", *Revue d'Économie Financière*, N° 63, pp. 175-209.
- HARRIS M; A. RAVIV (1988), "Corporate Governance, voting rights and majority rules », *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 203-235.
- HOLDERNESS C., R. KRÖZNER; D. SHEEHAN (1999), "Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the great depression", *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 435-469.
- HUBBARD R.; D. PALIA (1999), "A re-examination of the conglomerate merger wave in the 1960s: an internal capital market view", *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 1131-1152.
- JENSEN M.; W. MECKLING (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- JOTT, S. W., (2003), "Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, pp. 287-322.
- JONSON, S.; A. STILEIFER (2001), "Privatization and corporate governance in privatisation, corporate governance and transition economies", *East Asian Seminar on Economics*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- JONSON, S., R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES; A. SHLEIFER (2000), "Tunnelling", *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90, pp. 22-27.
- KHANNA, T.; K. PALEPU (2000), "Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups", *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 867-891.
- KHANTHAWI, A., P. POLSIRI; Y. WATTANAKANTANG (2003), "Did family lose or gain control? Thai firms after the east asian financial crisis", *SSRN, Working paper*.
- LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES; A. SHLEIFER (1999a), "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 471-517.
- LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES; A. SHLEIFER; R. VISHNY, (1997), "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 1131-1150.
- LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES; A. SHLEIFER; R. VISHNY, (1998), "Law and finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106, pp. 1113-1155.
- LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES; A. SHLEIFER; R. VISHNY, (1999b), "Investor protection and corporate valuation", NBER, Working paper n° 7403.
- LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES; A. SHLEIFER; R. VISHNY, (2002), "Investor protection and corporate valuation", *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 1147-1170.
- LAUTERBACH, B.; E. TOLKOWSKY, (2004), "Market value maximizing ownership structure when investor protection is weak", Working paper n° 8-2004, Sapir Center, Tel Aviv University.
- LEFF, N., (1978), "Industrial organisation and entrepreneurship in the developing countries", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 26, pp. 61-75.
- LEMMON M.; LINS K., (2003), "Ownership structure, corporate governance and firm value: evidence from the east asian financial crisis", *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 1445-1468.
- LINS K., (2003), "Equity ownership and firm value in emerging markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, pp. 720-759.
- MARRS, R., (1964), "The economic theory of managerial capitalism", Free press, Glencoe, Ill.
- McCONNEL, R.; H. SERVAES (1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 595-612.
- MITTON, T., (2002), "A cross firm analysis of the impact of corporate governance on the east asian financial crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, pp. 215-241.
- MODIGLIANI, F. et E. PEROTTI (2000), "Security versus bank finance: the importance of a proper enforcement of legal rules", Working paper MIT
- MORCK, K., A. STANGELAND; B. YOUNG (2001), "Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease", NBER Working Paper N° 6814.
- MORCK, R., A. STILEIFER; R. VISHNY (1988), "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.
- PENROSE, E., (1959), "The theory of the growth of the firm, Basil Blackwell", Oxford, UK.
- SERSANSIE, S.; W. NIMMANSOBOOM (1996), "Public limited companies act B.E. 2535, 2<sup>nd</sup> edn. Nititham Publishing House, Bangkok, Thailand.
- SHLEIFER, A.; R. VISHNY, (1986), "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461-488.
- STEIN, J. C., (1997), "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources", *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 111-133.
- WILLIAMSON, O., (1964), "The economics of discretionary behavior: managerial objectives in a theory of the firm, Prentice Hall, Englewood cliffs, NJ.
- WATTANAKANTANG Y., (2001), "Controlling shareholders and corporate value: evidence from Thailand", *Pacific Basin Finance Journal*, Vol. 9, pp. 323-362.
- WELFENSON, D., (1999), "A theory of pyramidal ownership", Harvard University, Working paper.
- YEH, Y., C. KO; Y. SU, (2001), "Ultimate controlling structure and expropriation of minority shareholders: new evidence from Taiwan", 14th Annual Australasian Finance and Banking Conference, Sydney, Australia.



**Annexes A1****Représentativité de l'échantillon**

Les données afférentes à la structure de propriété des propriétaires ultimes des firmes cotées des six pays retenus se répartissent comme suit :

<b>Pays</b>	<b>Nombre de firmes dont les données de structure de propriété sont disponibles (année 1996) (a)</b>	<b>Nombre de firmes dont les données financières sont disponibles (année 1996) (b)</b>	<b>Taux de représentativité <math>c=(b)/(a)</math></b>
France	<b>522</b>	<b>147</b>	<b>28,16 %</b>
Allemagne	<b>631</b>	<b>199</b>	<b>31,53 %</b>
Japon	<b>242</b>	<b>142</b>	<b>58,67 %</b>
Hong-Kong	<b>305</b>	<b>73</b>	<b>23,93 %</b>
Indonésie	<b>166</b>	<b>67</b>	<b>40,36 %</b>
Singapour	<b>196</b>	<b>85</b>	<b>43,36 %</b>

(a) Il s'agit des firmes cotées en bourses ayant des propriétaires ultimes à un seuil de 20 % et dont les données de structure de propriété (droits de contrôle et droits de propriété) sont disponibles pour l'année 1996

(b) Il s'agit des firmes ayant des propriétaires ultimes à un seuil de 20 % et dont les données financières sont disponibles pour l'année 1996.

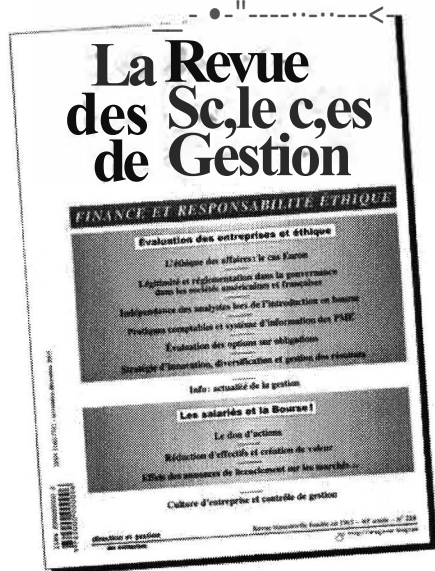
(c) Il s'agit du taux de représentativité. Il faut noter que ce taux est calculé en fonction de la population totale, c'est-à-dire les firmes cotées en bourses et ayant des propriétaires ultimes.

# La Revue des Sciences de Gestion

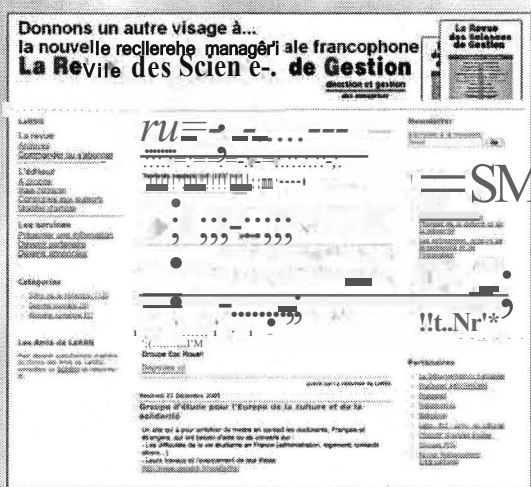
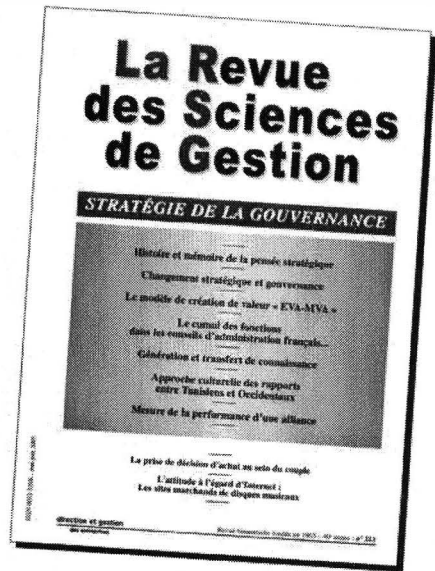
direction

de >neun autre visage à la nouvelle recherche managériale francophone

**Thématiques développées :** Stratégie et structure • Organisation & gestion  
Ressources humaines • Finance • Marketing • Communication • Informatique • R&D  
Commerce international • Responsabilité sociale des entreprises • L'actualité de la gestion  
Chronique bibliographique



*"Un cadre à hautes responsabilités ou un chef d'entreprise vaut autant par ce qu'il sait que par tout ce qu'il accepte d'apprendre..."*




## Le blog de la rédaction

**Accédez gratuitement** aux informations de la Rédaction

- S'informer des colloques, des appels à communication dans le domaine de la recherche en gestion
- Suivre l'actualité des universités et des grandes écoles

**Acheter en ligne** tous les numéros de La RSG

**Consultez gratuitement en ligne**

 <http://larsg.over-blog.com>