

Contestabilité du contrôle et performance des entreprises européennes



Rim Zaabar
Université des Sciences sociales de Toulouse
GREMAQ et IAE
rim.zaabar@univ-tlse1.fr

I Introduction

Depuis les travaux de Berle et Means (1932), le conflit d'agence entre l'équipe dirigeante et les actionnaires a suscité l'intérêt de plusieurs études théoriques et empiriques. Selon Berle et Means (1932), la dispersion de la structure de propriété dissuade les actionnaires d'exercer un contrôle actif et encourage le manager à agir à l'encontre des intérêts des actionnaires. Ils mettent en lumière un effet négatif de la dispersion de la structure de propriété sur la performance des entreprises dû à une séparation entre les droits de contrôle et les droits de propriété. Depuis, plusieurs recherches ont mis l'accent sur l'importance de la participation managériale en tant que solution au problème d'aléa moral entre le manager et les actionnaires.

Toutefois, l'observation des structures de propriété des entreprises à travers le monde montre des différences de concentration de l'actionnariat entre, d'une part les États-Unis et le Royaume-Uni, et d'autre part l'Europe continentale. Plusieurs recherches empiriques soulignent l'importance des blocs de contrôle dans une large proportion d'entreprises, notamment en Europe. La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (1999), La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (2000), Barclay, Holderness et Sheehan (2001) ou encore Faccio et Lang (2002) affirment qu'une large proportion (49,3% selon Faccio et Lang, 2002) des entreprises d'Europe continentale est contrôlée par un actionnaire familial. Pour les États-Unis, Barclay et Holderness (1991) ont démontré que 20% des entreprises américaines cotées en bourse ont un actionnaire détenant au moins 35% des droits de vote.

L'auteur tient à remercier Christophe Bisière et Ulrich Hege pour des discussions stimulantes et de précieux conseils, ainsi que le comité de lecture de la revue. Les erreurs éventuelles qui subsisteraient n'engagent que l'auteur.

Ces constatations ont ramené en Europe le débat opposant les intérêts des actionnaires aux intérêts du manager à celui opposant les intérêts de l'actionnaire contrôleur¹ à ceux des autres actionnaires. Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (2000) proposent le terme *tunneling* pour expliquer comment des actionnaires transfèrent des ressources de la société contrôlée au profit de leur patrimoine personnel et qualifient cette situation d'endémique dans les pays de loi civile. Le transfert des ressources peut être dissimulé par les constructions pyramidales et les chaînes de contrôle permettant de masquer l'identité des actionnaires ultimes. Les auteurs fournissent plusieurs exemples de procès instruits dans le cadre de cette pratique en Allemagne, en Belgique, en France et en Italie.

En outre, les travaux de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998) portent sur un examen détaillé des règles qui régissent la procédure de vote dans les assemblées d'actionnaires et construisent un indice synthétique pour mesurer la qualité de la protection légale des actionnaires. Ils mettent en lumière des différences significatives de niveau de protection légale des actionnaires entre les pays de loi civile et les pays de *common law*. Leur résultat suggère que le niveau de protection légale des intérêts des actionnaires serait plus élevé pour les pays de *common law*. Le risque d'expropriation des actionnaires serait donc plus important là où la législation n'offre pas des garanties nécessaires.

S'agissant du risque d'expropriation des actionnaires minoritaires, Bloch et Hege (2001) expliquent que la contestabilité du contrôle entre les actionnaires peut jouer un rôle dans la réduction du montant des bénéfices privés. Dans ce cas, la concurrence entre les actionnaires principaux et la menace de la perte du contrôle peuvent exercer un effet disciplinaire sur l'actionnaire contrôleur. Ils analysent pour cela un modèle théorique d'allocation du contrôle entre plusieurs actionnaires principaux dans le cadre d'un contrôle contestable. Ils discutent la contestabilité du contrôle du premier

actionnaire, c'est-à-dire l'actionnaire détenant la participation la plus importante, à travers une interaction non coopérative entre les détenteurs de blocs. La concurrence pour le contrôle entre les actionnaires principaux permet de limiter l'extraction des rentes par l'actionnaire contrôleur et protège les intérêts des petits porteurs de titres (voir note 2).

Par ailleurs, Demsetz (1983) discute le choix de la structure de contrôle dans l'entreprise. Il explique que dans un processus concurrentiel de sélection de l'équilibre organisationnel de l'entreprise, différentes structures de coûts sont évaluées. La structure de propriété qui émerge constitue donc une réponse à ce processus de sélection. Lorsque l'équilibre est atteint, les effets des différents mécanismes de gouvernement d'entreprise sont internalisés et différentes architectures peuvent être optimales. La combinaison optimale des différents mécanismes est propre à chaque entreprise. Ceci définit la thèse de la neutralité de la structure de propriété. Demsetz (1983) recommande que l'endogénéité de la structure de propriété soit prise en compte dans les études empiriques.

À ce sujet, Demsetz et Lehn (1985) étudient la relation entre la structure de propriété et la performance de l'entreprise par l'estimation d'un système de deux équations simultanées. Cette modélisation permet une meilleure prise en compte de la nature endogène de la structure de propriété par l'étude de l'interaction, dans un sens comme dans un autre, de la performance de l'entreprise et de la structure de propriété. Les résultats soulignent que l'effet positif de la concentration de l'actionariat démontré par d'autres études empiriques (Radice, 1971 ou Cable et Steer, 1978) n'est pas retrouvé si l'endogénéité de la relation est prise en compte. D'autres études ont succédé aux travaux de Demsetz et Lehn (1985) et aboutissent aux mêmes résultats (Loderer et Martin, 1997 et Cho, 1998).

L'objectif de cet article est d'étudier les liens entre la performance de l'entreprise, la structure de propriété et le système juridique de protection des investisseurs. La structure de propriété sera analysée en tant que variable endogène déterminée par les caractéristiques de l'entreprise et de son environnement. D'une part, nous étudions l'interaction entre le système juridique et la concentration de la structure de propriété et d'autre part le lien entre la structure de propriété et la performance de l'entreprise. De plus, la mesure de la concentration de la structure de propriété tient compte de la contestabilité du contrôle entre les deux premiers actionnaires. Suivant Bloch et Hege (2001), nous considérons l'allocation du contrôle par deux dimensions indépendantes : la compétence de *monitoring* et le pouvoir de vote.

L'étude est conduite pour un large échantillon d'entreprises européennes cotées en bourse. À partir d'un modèle économétrique à deux équations simultanées estimé par la méthode des triples moindres carrés ordinaires (3SLS), nous analysons l'interaction entre la structure de propriété, la performance de l'entreprise et le système juridique.

Les résultats obtenus sont compatibles avec certaines prédictions théoriques (Demsetz, 1983, Bolton et Von Thadden, 1998, Bloch et Hege, 2001 et Burkart et Panunzi, 2001). La liaison entre la structure de propriété et la performance de l'entreprise n'est pas significative, conformément à la thèse de la neutralité de la structure de propriété. Nous montrons également que le niveau de protection juridique des investisseurs affecte négativement la taille relative du premier action-

naire. La relation de complémentarité entre le système juridique et la concentration de la structure de propriété est en accord avec Bloch et Hege (2001) et Burkart et Panunzi, (2001). Un autre résultat principal de l'étude met en évidence une certaine complémentarité des expertises de contrôle entre les actionnaires principaux dans les entreprises européennes.

L'article est organisé de la façon suivante. Dans la Section 2, sont présentés tous les arguments théoriques ainsi que le développement des hypothèses à tester. La Section 3 détaille la démarche empirique. Nous présentons successivement les étapes de la construction de l'échantillon, les variables ainsi que la méthode d'estimation utilisée (Section 3.1). De plus, les premiers faits empiriques obtenus par des statistiques descriptives sont commentés (Section 3.2). La Section 4 s'intéresse aux résultats empiriques des estimations. La Section 5 est consacrée aux conclusions.

II Théorie et hypothèses

Bloch et Hege (2001) établissent l'importance d'avoir une interaction non coopérative entre les actionnaires principaux en introduisant le concept de contestabilité du contrôle. Leur résultat principal souligne le rôle d'une concurrence pour le contrôle dans le conflit d'agence qui oppose les actionnaires principaux aux petits porteurs. La menace de la perte du contrôle aurait un effet disciplinaire sur l'actionnaire contrôleur.

Par analogie au concept de marchés contestables, le contrôle est contestable si le premier actionnaire ne peut pas accroître l'extraction des rentes sans perdre le contrôle³. La rente maximale qu'un actionnaire contrôleur peut extraire est déterminée par deux facteurs : la compétence de contrôle⁴ et l'importance relative de sa participation.

Par ailleurs, Demsetz (1983) propose la thèse de la neutralité concernant la relation entre la structure de propriété et la performance de l'entreprise. La structure de propriété serait donc une réponse endogène à un processus concurrentiel de sélection d'un système organisationnel de l'entreprise. À l'équilibre, les effets de la structure de propriété et de la performance se neutralisent. En outre, Bolton et Von Thadden (1998) discutent les coûts et les bénéfices du contrôle par un modèle théorique. Ils analysent le choix de la structure de propriété du point de vue de la concentration. Un résultat principal du modèle met en évidence que les deux structures de propriété (diffuse ou concentrée) peuvent être optimales. La concentration de la structure de propriété à l'équilibre est déterminée par l'ensemble des facteurs environnants de l'entreprise.

Suivant ces arguments théoriques, si l'on prend en compte l'interaction de la structure de propriété et la performance de l'entreprise, on ne devrait pas observer d'impact significatif. Les deux éléments étant liés, à chaque fois qu'il y a une variation d'un élément, il y aurait un ajustement de l'autre permettant de retrouver l'état d'équilibre organisationnel de l'entreprise. Par l'achat et la vente d'actions, les actionnaires peuvent ajuster leur participation au niveau maximisant leurs intérêts. En se basant sur la thèse de la neutralité de la structure de propriété, nous tenons compte des deux sens possibles de l'interaction entre la performance

de l'entreprise et la concentration de la structure de propriété et énonçons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1 : la liaison entre la performance de l'entreprise et la concentration de la structure de propriété n'est pas significative.

Par ailleurs, nous nous intéressons à la liaison entre la taille de l'entreprise et la concentration de la structure de propriété. Les entreprises de grande taille génèrent généralement des revenus importants de leur processus d'exploitation : *free cash flow*. Selon Jensen (1986), plus le montant du *free cash flow* de l'entreprise est important, toute chose étant égale par ailleurs, plus la participation managériale nécessaire pour aligner les intérêts des actionnaires avec ceux du manager doit être élevée. Cependant, en Europe continentale, le contrôle est généralement exercé par l'actionnaire principal, ainsi le conflit opposant le manager aux actionnaires devient-il un conflit opposant l'actionnaire contrôleur aux autres actionnaires. Étant donné que le *free cash flow* est une ressource relativement simple à détourner, elle devrait être positivement corrélée au montant des bénéfices privés. Au sujet des bénéfices privés, Bloch et Hege (2001) soulignent que la présence de deux actionnaires principaux de taille moyenne est souhaitable si le montant des bénéfices privés est élevé. La présence d'un second actionnaire contrôleur permettrait de limiter l'extraction des bénéfices privés par le premier actionnaire. Une faible différence de taille des deux actionnaires rendrait la menace de perte de contrôle du premier actionnaire plus crédible et augmenterait l'effet disciplinaire de la présence d'un second actionnaire.

Hypothèse 2 : la taille relative du premier actionnaire est plus faible dans les entreprises de grande taille.

De nombreuses études s'intéressent à l'interaction entre la qualité de la protection juridique des investisseurs et la concentration de la structure de propriété. Ainsi, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998) soulignent une concentration plus élevée de la structure de propriété dans les pays où le niveau de protection juridique des intérêts des actionnaires est faible. La concentration de la structure de propriété jouerait le rôle de mécanisme alternatif de défense des intérêts des actionnaires. Suivant La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998), la concentration de l'actionnariat serait un substitut au système de protection légale des droits des actionnaires. Or, d'autres études théoriques démontrent que les deux mécanismes peuvent être également complémentaires. En effet, dans les pays offrant de bonnes protections légales aux investisseurs, le coût de transformation des ressources en bénéfices privés peut être plus important et augmenter la perte causée par le problème de *tunneling*. Selon Bloch et Hege (2001), la présence de plus d'un actionnaire principal est optimale dans les pays où le niveau de protection des investisseurs est élevé. Ce résultat met en avant un lien de complémentarité entre la concentration de la structure de propriété et le système juridique. Ceci est en accord avec les résultats de Shleifer et Wolfenzon (2000) et Burkart et Panunzi (2001) mettant en évidence la possibilité d'existence d'un effet de complémentarité entre la concentra-

tion de la structure de propriété et la qualité des protections légales des investisseurs. Suivant Bloch et Hege (2001), nous énonçons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 3 : la taille relative du premier actionnaire est plus faible dans les pays où le niveau de protection légale des investisseurs est élevé.

Concernant la complémentarité des expertises de contrôle, Bloch et Hege (2001) démontrent qu'une mesure satisfaisante de la concentration de la structure de propriété devrait tenir compte de deux dimensions indépendantes : le pouvoir de vote détenu par les actionnaires et la compétence de *monitoring*. Il existerait, dans ce cas, une liaison entre les expertises de contrôle et la répartition des pouvoirs des actionnaires principaux. La présence d'actionnaires principaux de taille moyenne peut être optimale pour l'entreprise dans le cas de compétences de *monitoring* hétérogènes. Des expertises différentes de deux actionnaires principaux peut avoir un effet positif sur la performance de l'entreprise. La complémentarité est facilitée par un faible écart de taille entre les deux premiers actionnaires. Au contraire, si les deux actionnaires possèdent des compétences similaires (par exemple deux institutions financières), il est préférable d'avoir un premier actionnaire ayant une importante taille relative. Par conséquent, nous proposons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 4 : l'hétérogénéité des compétences a un effet négatif sur la différence de taille des deux premiers actionnaires.

Outre l'interaction des compétences de contrôle et des participations des actionnaires principaux, les résultats de Bloch et Hege (2001) mettent en évidence un impact positif des compétences de contrôle sur la performance de l'entreprise. Une complémentarité des expertises de contrôle se traduit par la possession par les actionnaires principaux de différentes technologies de *monitoring* permettant d'apporter différents conseils et suivis de l'équipe dirigeante. Selon les résultats du modèle, l'hétérogénéité des compétences de *monitoring* permettrait de limiter l'extraction des rentes et de réduire la sévérité du problème de *tunneling*. Les bénéfices privés étant non observés en réalité, les auteurs proposent comme proxy une mesure de la performance de l'entreprise pour tester l'effet de l'hétérogénéité des compétences de contrôle sur la performance de l'entreprise. Ainsi, nous énonçons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 5 : la présence d'un second actionnaire ayant des compétences de contrôle différentes a un effet positif sur la performance de l'entreprise.

III Démarche empirique

Dans cette section, nous présentons notre population d'entreprises, la construction des variables et la technique d'estimation. Les statistiques descriptives permettent de mettre en évidence des premiers faits empiriques.

1. Les données

La base de données Amadeus fournit la distribution de la structure de propriété en 2002 ainsi que les données comptables sur plusieurs années pour les entreprises européennes non financières. L'absence des institutions financières dans notre population reste en parfait accord avec la majorité des études empiriques étant donnée que la valeur des ratios pour les institutions financières n'est pas comparable à celle des autres entreprises. Cependant, une entreprise peut parfaitement être contrôlée majoritairement par une institution financière.

Notre échantillon de départ comporte toutes les entreprises cotées opérant dans l'espace économique de l'Union Européenne⁵. Nous nous concentrons sur les entreprises cotées en bourse pour deux raisons : en premier lieu, les entreprises non cotées en bourse présentent des tailles relativement plus faibles, augmentant ainsi l'hétérogénéité dans les données et en second lieu, un marché du titre ouvert au public permet un ajustement relativement plus simple des participations des actionnaires par rapport au besoin de contrôle dans l'entreprise. Cette condition est importante au non verrouillage de la structure d'actionariat.

L'échantillon initial se compose de 3758 entreprises européennes qui opèrent dans l'espace économique de l'Union Européenne. Toutefois, nous sommes contraints de nous limiter aux entreprises pour lesquelles nous disposons des informations nécessaires au calcul des variables endogènes, des variables de contrôle et des variables instrumentales. La définition de ces variables est présentée dans l'Annexe A.1. Nous retenons les observations présentant des données non manquantes permettant le calcul des différentes mesures. Le deuxième filtre concerne la distribution des droits de vote détenus directement par les actionnaires connus de l'entreprise⁶. La base de données Amadeus présente malheureusement des observations manquantes concernant la participation détenue par les actionnaires. Nous retenons toutes les entreprises pour lesquelles nous disposons de cette information. Enfin, pour le calcul de la mesure de la contestabilité du contrôle, seules les entreprises ayant deux premiers actionnaires de taille différentes peuvent être prises en compte. Dans le cas particulier où les deux premiers actionnaires détiennent des participations égales, le calcul d'une mesure bornée de la concentration de la structure de propriété n'est pas possible. Finalement, l'échantillon se compose de 980 entreprises.

Suivant La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (1999), nous formons des groupes de pays suivant l'appartenance à un système juridique donné :

1. les pays de *Common law* : la Grande-Bretagne et l'Irlande ;
2. les pays de loi civile française : la Belgique, l'Espagne, la France, la Grèce, l'Italie, les Pays bas, le Portugal ;
3. les pays de loi civile allemande : l'Allemagne et l'Autriche ;
4. les pays de loi scandinave : le Danemark, la Finlande, la Suède.

La répartition de notre population d'entreprises selon les différents systèmes de protection légale des investisseurs est présentée dans le *Tableau 1*.

Tableau 1. Répartition de la population d'entreprises selon les différents systèmes juridiques.

	Fréquence	Pourcentage
Common law	214	21,84
Loi scandinave	79	8,06
Loi civile française	490	50,00
Loi civile allemande	197	20,10
Total	980	100,00

En outre, notre mesure de la concentration de la structure de propriété (*conc*) tient compte de la contestabilité du contrôle dans le cas de deux actionnaires principaux. Elle se calcule comme suit :

$$conc = \frac{\alpha_1 - \alpha_2}{1 - \alpha_1 - \alpha_2} \quad (1)$$

Où α_1 et α_2 les pourcentages des droits de vote détenus par, respectivement, le premier et le second actionnaires. Pour certaines entreprises, la somme *S* des participations directes des actionnaires connus est supérieure à 100%, dans ce cas la mesure de la contestabilité du contrôle est calculée par rapport à *S* et non par rapport à 100%.

Afin de déterminer l'effet de l'hétérogénéité des compétences de contrôle sur la taille relative du premier actionnaire et sur la performance de l'entreprise, nous classons les actionnaires contrôleurs en groupes homogènes en fonction de l'identité. Nous distinguons 6 classes : les familles et les *insiders*⁷, les institutions financières, les entreprises industrielles, les fonds, l'État et les investisseurs privés dont l'identité est inconnue⁸.

Nous utilisons la technique d'estimation d'équations simultanées afin de tenir compte de la nature endogène de la structure de propriété. Comme le soulignent Himmelberg, Hubbard et Palia (1999), la décision de détenir un certain pourcentage des droits de vote d'une entreprise est endogène en raison de l'hétérogénéité des entreprises. Les besoins de contrôle diffèrent suivant les entreprises pour diverses raisons telles que la phase actuelle du cycle de vie de l'entreprise, sa taille, le niveau de risque de ses activités, le système juridique de protection des investisseurs, etc.

Notons *conc* notre mesure du contrôle contestable et *perf* la performance de l'entreprise. Notre modèle de deux équations simultanées s'écrit comme suit :

1. $conc_t = perf_{t-1} + \text{variables de contrôle} + \text{terme d'erreur}$.
2. $perf_t = conc_t + \text{variables de contrôle} + \text{terme d'erreur}$.

Comme dans Pedersen et Thomsen (2003), nous expliquons la concentration de la structure de propriété par la performance de l'entreprise retardée d'une période. Cette modélisation suppose que l'ajustement de la structure de propriété se fait avec un décalage temporel. La distribution de la structure de propriété est actualisée au fur et à mesure des informations rendues publiques dans les journaux officiels durant l'année, tandis que la performance de l'entre-

prise mesurée par des données comptables est calculée en fin d'exercice comptable. Par conséquent, nous supposons que les actionnaires se réfèrent au résultat de l'exercice précédent afin d'ajuster leurs participations.

Les variables de contrôle de la première équation sont la taille de l'entreprise, l'hétérogénéité des compétences⁹ et le système légal de protection des investisseurs (voir note 10). Les variables de contrôle de la deuxième équation sont la structure financière, la volatilité du résultat de l'entreprise, la taille de l'entreprise et la taille de l'entreprise élevée au carré. Ces variables permettent de contrôler l'hétérogénéité non observée dans les données. Les variables instrumentales incluent les variables de contrôle, une mesure de l'intensité du capital et une mesure du *free cash flow*¹¹.

2. Statistiques descriptives

Le tableau 2 montre les statistiques descriptives des variables suivantes : la performance de l'entreprise en 2002 et en 2001, la structure financière, la taille de l'entreprise, la volatilité et la mesure de la concentration de la structure de propriété.

Tableau 2. Les statistiques descriptives des variables.

	N	Moyenne	Écart Type	Minimum	Maximum
Performance 2002	980	0,06	0,18	-2,71	0,84
Performance 2001	980	0,07	0,13	-0,98	0,57
Taille de l'entreprise	980	13,59	3,16	4,45	21,40
Structure financière	980	0,55	0,22	0,01	1,51
Volatilité	980	0,55	7,86	0,08	50,39
Intensité du capital	980	7,02	3,73	-4,51	18,88
Free cash flow	980	1,07	0,77	0,01	6,05
Taux de croissance	980	0,39	8,57	-0,98	267,29
Concentration de propriété	980	37,42	22,77	0,23	99,40

Pour notre population d'entreprises, la taille moyenne de la participation du premier actionnaire est de 38 % et du second actionnaire de 13 %. Ce résultat montre l'importance de la participation du second actionnaire dans les entreprises européennes et justifie l'intérêt d'une considération de la contestabilité du contrôle du premier actionnaire par les autres actionnaires. Le tableau 3 présente les moyennes des participations des deux actionnaires principaux suivant les systèmes juridiques de protection légale des investisseurs. La taille moyenne du premier actionnaire est égale à 20 % dans les pays de *common law*, tandis que sa valeur s'élève jusqu'à respectivement 43 % et 49 % dans les pays de loi civile française et allemande. Dans les pays scandinaves, sa valeur est de 33 %.

Le test de moyenne permet de classer les groupes de pays en fonction de l'importance de la taille relative du premier actionnaire. La moyenne de la taille relative du premier actionnaire est plus élevée dans les pays de loi civile allemande, suivie de celle des pays de loi civile française. En

Tableau 3. Participation directe moyenne des deux principaux actionnaires selon les systèmes juridiques.

	Taille moyenne du premier actionnaire	Taille moyenne du second actionnaire
Common law	20,62	8,56
Loi civile allemande	48,98	17,69
Loi civile française	42,64	14,06
Loi scandinave	33,16	14,07
Total	38,34	13,59

Tableau 4. Les statistiques du test de moyenne de la taille relative du premier actionnaire selon les systèmes de protection légale des investisseurs.

Système 1 / Système 2	Common Law	Loi scandinave	Loi civile française	Loi civile allemande
Common law	-	-5,68***	-12,45**	-14,43***
Loi scandinave	-	-	-3,31***	-5,36***
Loi civile française	-	-	-	-3,24***
Loi civile allemande	-	-	-	-

troisième position, se trouvent les pays de loi scandinave. La plus faible moyenne de la taille relative du premier actionnaire est observée dans les pays de *common law*. Les résultats du test de moyenne sont présentés dans le tableau 4.

Ce résultat est illustré par la figure 1. Ainsi, nous remarquons que dans les pays où le niveau de protection des investisseurs est élevé, la taille relative du premier actionnaire par rapport au second est nettement plus faible. Cependant, nous ne pouvons pas ignorer un important effet de taille du premier actionnaire qui reste plus important pour les pays de loi civile par rapport aux pays de *common law*. En plus d'un éventuel effet de l'écart de taille entre les deux actionnaires, l'effet de la taille du premier actionnaire doit également être pris en compte.

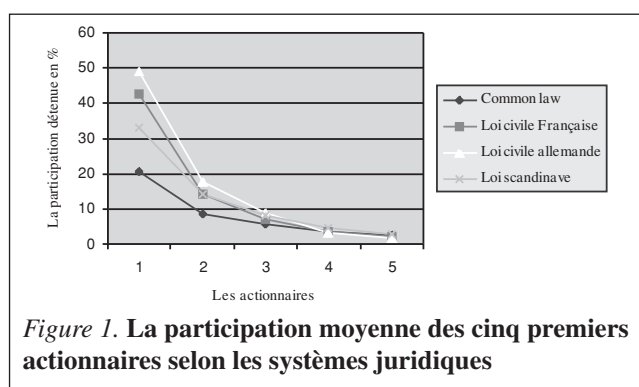


Figure 1. La participation moyenne des cinq premiers actionnaires selon les systèmes juridiques

IV Résultats empiriques

Les résultats de l'estimation de notre modèle d'équations simultanées par la méthode des moindres carrés ordinaires, la méthode des doubles moindres carrés (2SLS) et la méthode des

Tableau 5. Résultats de l'estimation du modèle d'équations simultanées par MCO et 2SLS.

Variables	Variables endogènes			
	MCO		2SLS	
	Conc	Perf	Conc	Perf
exogènes				
Intercept	-0,707 ***		-0,707 ***	
Perf	-0,128		-0,128	
Taille	-0,026		-0,026 *	
Common law	-0,727 ***		-0,727 ***	
Loi civile française	0,535 ***		0,535 ***	
Loi civile allemande	0,848 ***		0,848 ***	
Compétences hétérogènes	0,285 ***		0,285 ***	
Intercept		0,038		-1,109 ***
Conc		-0,002		0,009
Dette		-0,027		-0,053 **
Volatilité		-0,010 ***		-0,009 ***

***, **, * désignent respectivement 1 %, 5 % et 10 % les seuils critiques de rejet de l'hypothèse nulle.

triples moindres carrés (3SLS) sont présentés dans le *tableau 5* et le *tableau 6*. En nous basant sur les résultats du test de spécification de Hausman dont les résultats sont présentés dans le *tableau 7*, nous retenons la méthode des 3SLS.

Tableau 6. Résultats de l'estimation du modèle d'équations simultanées par 3SLS.

Variables	Variables endogènes	
	3SLS	
	Conc	Perf
exogènes		
Intercept	-0,683 ***	
Perf	0,078	
Taille	-0,028 **	
Common law	-0,745 ***	
Loi civile française	0,524 ***	
Loi civile allemande	0,829 ***	
Compétences hétérogènes	0,284 ***	
Intercept		-1,093 ***
Conc		0,010
Dette		-0,053 **
Volatilité		-0,009 ***
Taille		0,180 ***
Taille au carré		-0,006 ***

***, **, * désignent respectivement 1 %, 5 % et 10 %, les seuils critiques de rejet de l'hypothèse nulle.

Tableau 7. Résultats du test de spécification de Hausman.

Modèle 1	Modèle 2	Degré de liberté	Statistique du test	
MCO	2SLS	6	9,14	***
MCO	3SLS	13	-24,5	***
2SLS	3SLS	13	-12,2	***

Les résultats des estimations par la méthode des triples moindres carrés ordinaires (3SLS) mettent en évidence une liaison non significative entre la structure de propriété et la performance de l'entreprise. D'un côté, la performance de l'entreprise ne semble pas avoir un impact significatif sur la concentration de la structure de propriété (*tableau 6*). De l'autre côté, la concentration de la structure de propriété ne semble pas avoir un effet significatif sur la performance de l'entreprise. Ce résultat doit être interprété avec précaution. Il est en accord avec les arguments soulignant l'existence d'une relation d'équilibre entre la performance de l'entreprise et la structure de propriété. Ceci implique que s'il existe un niveau de concentration de la structure de propriété permettant d'accroître la performance, les ajustements des participations permettraient la migration de la structure de propriété jusqu'à atteindre le niveau où l'effet est neutralisé. Une autre explication possible serait que la structure de propriété et la performance de l'entreprise sont deux mécanismes non liés. Les résultats de nombreuses études empiriques traitant du lien entre la structure de propriété et la performance restent encore assez partagés. Nos résultats nous permettent d'accepter l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1 : la liaison entre la performance de l'entreprise et la concentration de la structure de propriété n'est pas significative.

Par ailleurs, la taille de l'entreprise a un impact négatif et significatif sur la taille relative du premier actionnaire. En d'autres termes, plus l'entreprise est grande et plus la taille relative du premier actionnaire est faible. La taille relative du premier actionnaire serait donc plus élevée pour les entreprises de petite taille. Une explication envisageable est que le cycle d'exploitation des entreprises de grande taille dégage des ressources considérables (*free cash flow*) relativement simples à détourner sous forme de bénéfices privés. Cet effet accentue la sévérité du problème de *tunneling* et augmente, par conséquent, les incitations des actionnaires à contrôler le premier actionnaire. On pourrait observer une réduction de l'écart des participations des deux actionnaires principaux. Une deuxième explication possible est la suivante : le prix d'une certaine participation dans l'entreprise est d'autant plus élevé que la taille de l'entreprise est grande. La taille du premier actionnaire serait donc plus faible pour les firmes de grande taille, auquel cas la participation du second actionnaire n'aurait pas d'effet réel sur la relation. Ainsi, nous acceptons l'hypothèse 2 :

Hypothèse 2 : la taille relative du premier actionnaire est plus faible dans les entreprises de grande taille.

Concernant le système de protection légale des investisseurs, on peut noter l'effet négatif de l'appartenance de l'entreprise à un pays de *common law* sur la taille relative du premier actionnaire. À l'opposé, l'appartenance de l'entreprise à un pays de loi civile affecte positivement la concentration de la structure de propriété. La taille relative du premier actionnaire est plus faible dans les pays où le niveau des protections légales est élevé. Un écart de taille plus faible entre les deux actionnaires principaux dans les pays de *common law* est compatible avec l'argument suivant lequel le système juridique et la concentration de la structure de propriété agissent comme des mécanismes complémentaires (Shleifer et Wolfenzon, 2000 et Burkart et Panunzi, 2001). L'existence de plus d'un actionnaire principal permettrait de discipliner le premier actionnaire dans les pays offrant une bonne qualité de protection légale. Au contraire, dans les pays où le niveau de protection légale est faible, le contrôle du premier actionnaire serait difficilement contestable. Cependant, le résultat pourrait également être imputé à une participation plus élevée du premier actionnaire dans les pays de loi civile. Ce constat a été mis en lumière par les travaux de La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (1999) et La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (2000).

Ainsi, nous ne pouvons pas rejeter l'hypothèse 3 :

Hypothèse 3 : la taille relative du premier actionnaire est plus faible dans les pays où le niveau de protection légale est élevé.

L'étude de l'impact de l'hétérogénéité des compétences de contrôle des deux premiers actionnaires sur la taille relative du premier actionnaire montre un résultat positif et significatif. La présence d'un second actionnaire avec d'autres expertises de contrôle affecte positivement la taille relative du premier actionnaire. Les résultats du modèle de Bloch et Hege (2001) soulignent que dans le cas d'une hétérogénéité des

expertises de contrôle, la présence de deux actionnaires principaux de taille moyenne serait optimale. Toutefois, les résultats des estimations ne permettent pas de retrouver cet effet. Par conséquent, nous rejetons l'hypothèse 4 :

Hypothèse 4 : l'hétérogénéité des compétences de contrôle a un effet négatif sur la taille relative du premier actionnaire.

Les variables de contrôle suivantes : la structure financière, la volatilité, la taille de l'entreprise, la taille de l'entreprise au carré sont significatives et se comportent conformément aux prédictions de la littérature en organisation industrielle. Ainsi, un fort taux d'endettement et une volatilité élevée affectent négativement la performance de l'entreprise. De plus, la taille de l'entreprise a un effet positif sur la performance mais la relation n'est pas monotone. Une explication possible est la suivante : lorsque la dimension croît, l'entreprise peut bénéficier d'économies d'échelle. Cependant, une dimension trop élevée pourrait avoir des effets négatifs sur la performance de l'entreprise dus à l'accroissement des coûts organisationnels.

Finalement, pour tester l'effet de l'hétérogénéité des compétences de contrôle sur la performance de l'entreprise, nous nous intéressons à une étude détaillée de l'identité des actionnaires. Ainsi, nous considérons uniquement des entreprises dont le nombre d'actionnaires connus est supérieur ou égal à deux. La population étudiée est de 857 entreprises. La répartition des entreprises selon l'identité des deux premiers actionnaires est présentée dans le *tableau 8*. Nous croisons les variables indicatrices de l'identité du premier et du second actionnaires et rajoutons à chaque fois une combinaison possible d'identité dans l'équation de la performance. Ainsi, nous formons tous les couples possibles d'identités du premier et du second actionnaire, permettant ainsi de connaître la nature de la liaison entre les couples d'identités et la performance de l'entreprise. Pour cela, nous estimons le même modèle par la méthode des 3SLS. Nous reportons uniquement les résultats montrant un effet significatif de l'identité des actionnaires sur la performance de l'entreprise.

L'étude de l'impact de l'identité des deux actionnaires principaux sur la performance de l'entreprise est positif est significatif dans les cas suivants :

- les deux premiers actionnaires sont des institutions financières ;
- le premier actionnaire est une institution financière et le second actionnaire représente un groupe d'investisseurs inconnus¹² ;
- les deux premiers actionnaires sont des fonds¹³ ;
- le premier actionnaire est un fonds et le second est une institution financière.

Nous observons, par ailleurs, un effet négatif et significatif de l'identité sur la performance de l'entreprise dans les cas suivants :

- le premier actionnaire est une institution financière et le second actionnaire est une entreprise industrielle ou un fonds ;
- le premier actionnaire est un fonds et le second actionnaire est une famille ou une entreprise industrielle.

Les résultats des estimations sont présentés dans les *tableaux 9, 10, 11 et 12*. Ainsi, nous observons un effet positif

Tableau 8. Répartition des entreprises selon l'identité du premier et du second actionnaires.

Actionnaire1 \ Actionnaire2	Famille	Institution financière	Entreprise industrielle	Fonds	État	Autres	Total
Famille	140	20	48	13	0	53	274
Institution financière	10	27	22	14	0	12	85
Entreprise industrielle	58	36	86	38	0	49	267
Fond	7	23	22	41	0	6	99
État	0	1	3	1	0	3	8
Autres	52	12	37	6	2	15	124
Total	267	119	218	113	2	138	857

de l'homogénéité des compétences des deux premiers actionnaires sur la performance de l'entreprise dans le cas des institutions financières et des fonds. Dans cette situation, nous pouvons penser à une certaine technologie de *monitoring* et de collecte d'informations dont dispose les investisseurs institutionnels pouvant être bénéfique pour l'entreprise. De par les liens qu'ils peuvent entretenir avec l'entreprise, ils peuvent être au courant de certains projets, aider à l'évaluation des risques et offrir ainsi une fonction de suivi des dirigeants.

De plus, on peut noter l'effet négatif sur la performance de l'entreprise dans le cas où une entreprise industrielle complète une institution financière ou un fonds, dans le cas où une famille complète un fonds et enfin dans le cas où un fonds complète un institution financière. Au contraire, l'effet de l'hétérogénéité des compétences de contrôle sur la performance des entreprises est positif dans le cas d'une institution financière complétant un fonds.

Au final, l'étude de l'identité des deux premiers actionnaires sur la performance de l'entreprise souligne que l'effet positif de l'hétérogénéité des compétences de *monitoring* prédit par Bloch et Hege (2001) reste mitigé. Par conséquent, nous ne pouvons pas accepter l'hypothèse 5 :

Hypothèse 5 : la présence d'un second actionnaire ayant des compétences de contrôle différentes a un effet positif sur la performance de l'entreprise.

V Conclusion

Nous avons cherché à étudier la relation entre la concentration de la structure de propriété, la performance de l'entreprise et le système juridique dans le cadre de la contestabilité du contrôle. L'étude porte sur un large échantillon d'entreprises cotées opérant dans l'espace économique de l'Union Européenne. Nous estimons par la méthode des 3SLS un système de deux équations simultanées afin de tenir compte de l'endogénéité de la structure de propriété. Outre le pouvoir de vote, la structure de propriété est étudiée par rapport aux compétences des actionnaires principaux en matière de *monitoring*.

Cette analyse met en évidence une liaison non significative entre la structure de propriété et la performance de l'entreprise. Ce résultat pourrait refléter une internalisation des effets

des deux éléments de la liaison si l'on tient compte de la nature endogène de la structure de propriété. D'autres études utilisant des données américaines aboutissent à des conclusions similaires concernant la relation entre la participation managériale et la performance de l'entreprise (Loderer et Martin, 1997, Cho, 1998, Himmelberg, Hubbard et Palia, 1999, Demsetz et Villalonga, 2001). Les résultats montrent également un pouvoir relatif plus élevé du premier actionnaire dans les entreprises de petite taille et dans les pays où le niveau de protection légale des investisseurs est faible. Il est toutefois important de souligner l'importance de la participation du premier actionnaire dans les entreprises de petite taille et dans les pays où le niveau de protection est faible. Les résultats concernant l'effet de l'écart de taille des deux actionnaires pourraient être affectés par la taille du premier actionnaire.

Cette étude met également en lumière le rôle des compétences de *monitoring*. On étudie, d'une part l'interaction entre l'hétérogénéité des compétences de *monitoring* et la taille relative du premier actionnaire et d'autre part l'interaction entre l'hétérogénéité des compétences et la performance de l'entreprise. Les résultats montrent une liaison positive entre l'hétérogénéité des compétences de *monitoring* et la taille relative du premier actionnaire. La présence d'un second actionnaire ayant différentes compétences de contrôle affecte positivement la taille relative du premier actionnaire. Bloch et Hege (2001) discutent ce cas de figure et l'expliquent par l'importance des bénéfices privés. Avec l'importance des bénéfices privés dans l'entreprise, les incitations du premier actionnaire à avoir une position dominante par la détention d'une large participation peuvent augmenter. Cet effet pourrait dissimuler l'impact négatif des complémentarités des expertises de contrôle sur la taille relative du premier actionnaire tel que le prédisent Bloch et Hege (2001).

L'analyse détaillée de la liaison entre les compétences de *monitoring* et la performance de l'entreprise mettent en lumière des couples gagnants et des couples perdants en matière d'actionnaires principaux. Une similitude des compétences de contrôle a un effet bénéfique sur la performance de l'entreprise dans le cas des institutions financières et des fonds. De plus, l'effet sur la performance est positif lorsqu'une banque complète un fonds, en tant que second actionnaire. Ce résultat pourrait s'expliquer par l'importance et la qualité du contrôle exercé par les institutions financières. En effet, comme

le soulignent Szewczyk, Tsetsekos et Varma (1992), les investisseurs institutionnels disposent de plus d'expertise en matière de collecte d'information, réduisant ainsi le coût marginal d'acquisition de l'information nécessaire à l'exercice du contrôle. De même, les relations qu'ils peuvent entretenir avec l'entreprise dans le cadre des activités professionnelles leur donnent généralement accès à une information privilégiée. De plus, ils disposent en général de plus de ressources allouées à la collecte de l'information.

Une extension possible de ces résultats serait de considérer les participations indirectes permettant de retrouver l'actionnaire ultime des sociétés. L'identité des actionnaires ultimes de

l'entreprise ainsi que leur réelle participation sont dissimulées par des constructions pyramidales, des chaînes de contrôle et des participations circulaires. L'identification de l'actionnaire ultime permet une meilleure connaissance de la distribution des pouvoirs de vote dans l'entreprise. Il serait également intéressant de tenir compte des possibilités de signature de pacte entre les actionnaires minoritaires. Par ce procédé, les actionnaires minoritaires s'engagent à avoir une politique de vote commune et peuvent accroître la contestabilité du contrôle du premier actionnaire. Il serait intéressant de comprendre les motivations des stratégies collusives entre les actionnaires tout en tenant compte des complémentarités des compétences de contrôle. ■

Tableau 9. Les résultats de l'estimation du modèle. La première combinaison illustre la situation où les deux premiers actionnaires sont des institutions financières. Dans la deuxième combinaison, le premier actionnaire est une institution financière et le second est un groupe d'actionnaires inconnus.

Variables exogènes	Variables endogènes			
	Combinaison 1		Combinaison 2	
	<i>Conc</i>	<i>Perf</i>	<i>Conc</i>	<i>Perf</i>
Intercept	- 0,339 *		- 0,367 *	
Perf	0,384		0,130	
Taille	- 0,043 ***		- 0,042 ***	
Common law	- 0,802 ***		- 0,763 ***	
Loi civile française	0,363 ***		0,401 ***	
Loi civile allemande	0,463 ***		0,509 ***	
Hétérogénéité	0,127 *		0,105	
Intercept		- 1,221 *		- 1,277 **
Conc		0,038 **		- 0,005
Dette		- 0,067 **		- 0,023
Volatilité		- 0,008 ***		- 0,008 ***
Taille		0,201 ***		0,197 ***
Taille au carré		- 0,007 ***		- 0,007 ***
Identités		0,389 **		1,027 **

***, **, * désignent respectivement 1 %, 5 % et 10 %, les seuils critiques de rejet de l'hypothèse nulle.

...

Tableau 10. Les résultats de l'estimation du modèle. La troisième combinaison illustre la situation où le premier actionnaire est un fonds et le second est une institution financière. Dans la quatrième combinaison, les deux premiers actionnaires sont des fonds.

Variables exogènes	Variables endogènes			
	Combinaison 3		Combinaison 4	
	<i>Conc</i>	<i>Perf</i>	<i>Conc</i>	<i>Perf</i>
Intercept	-0,322 *		-0,353 *	
Perf	0,343		0,500 **	
Taille	-0,044 ***		-0,045 ***	
Common law	-0,783 ***		-0,782 ***	
Loi civile française	0,388 ***		0,385 ***	
Loi civile allemande	0,483 ***		0,479 ***	
Compétences hétérogènes	0,086		0,137 **	
Intercept		-0,964 **		-0,852 *
Conc		0,033 **		0,049 **
Dette		-0,051 *		-0,027
Volatilité		-0,009 ***		-0,009 ***
Taille		0,162 **		0,144 **
Taille au carré		-0,005 **		-0,005 **
Identités des actionnaires		0,428 *		0,272 **

***, **, * désignent respectivement 1 %, 5 % et 10 %, les seuils critiques de rejet de l'hypothèse nulle.

1 En droit des sociétés, l'exercice du contrôle suppose théoriquement la détention de la majorité (50%) des droits de vote. En pratique, une participation plus faible est souvent suffisante pour contrôler une entreprise en raison des règles de quorum dans les assemblées générales et de l'absentéisme des petits porteurs (Charléty Lepers, Fagart et Souam, 2003).

2 D'autres études récentes ont discuté la concurrence entre blocs de contrôle. À ce sujet, Gomes et Novaes (200) étudient le cas de deux détenteurs de blocs se partageant le contrôle. Ils trouvent que cette situation réduit la sévérité du problème de *tunneling*. Cependant, leur désaccord peut s'avérer coûteux en termes de perte d'opportunités d'investissement rentables. En outre, Bennedsen et Wolfenzon (2000) discutent la formation d'une coalition entre les actionnaires principaux.

3 Demsetz (1968) et Baumol, Panzard et Willig (1982) affirment que les industries où opère un petit nombre d'entreprises peuvent être concurrentielles si la menace de l'entrée d'autres entreprises subsiste. Les marchés où le nombre d'entreprises est faible sont dits contestables s'il est aisé pour d'autres entreprises de pénétrer dès que les prix excèdent les coûts (Carlton et Perloff, 1989).

4 Par compétence de contrôle, Bloch et Hege (2001) entendent la faculté de l'actionnaire à créer de la valeur par le biais du contrôle, par exemple sa capacité à définir et à implémenter des stratégies d'entreprise.

5 L'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, la France, la Grande Bretagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays Bas, le Portugal et la Suède.

6 Nous sommes contraints de nous limiter à la participation directe des actionnaires en raison de l'absence de l'information. Toutefois, nous sommes conscients de l'importance des participations indirectes notamment en Europe continentale et du fait que notre mesure des droits de vote peut sous estimer le véritable pouvoir de certains actionnaires.

7 Les *insiders* désignent l'équipe dirigeante et les employés de l'entreprise.

8 Cette dernière catégorie sera désignée par la mention « autres ».

9 Une variable indicatrice qui prend 1 si les deux premiers actionnaires sont de types différents, conformément à notre classification.

10 Nous créons 4 variables indicatrices pour tenir compte du système de protection légale des investisseurs, conformément à la classification de La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (1999).

11 La définition et le détail de calcul des variables sont présentés dans l'Annexe A.1.

12 L'information dont nous disposons est un pourcentage agrégé des participations détenues des investisseurs particuliers dont l'identité est inconnue.

13 La variable fonds représente les fonds de pensions et les trusts.

Tableau 11. Les résultats de l'estimation du modèle. La cinquième combinaison illustre la situation où le premier actionnaire est une institution financière et le second est une entreprise industrielle. Dans la sixième combinaison, le premier actionnaire est une institution financière et le second est un fonds.

Variables	Variables endogènes			
	Combinaison 5		Combinaison 6	
	<i>Conc</i>	<i>Perf</i>	<i>Conc</i>	<i>Perf</i>
Intercept	-0,344 *		-0,375 *	
Perf	0,354		0,066	
Taille	-0,044 ***		-0,041 ***	
Common law	-0,786 ***		-0,756 ***	
Loi civile française	0,384 ***		0,407 ***	
Loi civile allemande	0,473 ***		0,516 ***	
Compétences hétérogènes	0,124 *		0,105	
Intercept		-1,379 ***		-1,248 **
Conc		0,025		-0,025
Dettes		-0,053 *		-0,041
Volatilité		0,009 ***		-0,009 ***
Taille		0,223 ***		0,205 **
Taille au carré		-0,007 ***		-0,007 **
Identités des actionnaires		-0,446 *		-1,237 ***

***, **, * désignent respectivement 1 %, 5 % et 10 %, les seuils critiques de rejet de l'hypothèse nulle.

Références

Barclay, M. et C. G. Holderness, 1991, *Negotiated Block Trades and Corporate Control*, Journal of Finance, vol. 46, p. 861-78.

Barclay, M., C. G. Holderness et D. Sheehan, 2001, *The Block Pricing Puzzle*, SSRN Working Paper, N 265712.

Baumol, W, C. Pansar et R. Willig, 1982, *Contestable Markets and the Theory of Industry Structure*, New York, Harcourt Brace Jovanovich.

Becht, M. et C. Mayer, 2000, *Corporate Control in Europe*, mimeo, ECARES Free University of Brussels.

Bennedsen, M. et D. Wolfenzon, 2000, *The Balance of Power in Closely Held Corporations*, Journal of Financial Economics, vol. 58, p. 113-39.

Berle, A. et G. Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan.

Bloch, F. et U. Hege, 2001, *Multiple Shareholders and Control Contests*, Working Paper, Greqam.

Bolton, P., E. L. Von Thadden, 1998, *Block, Liquidity, and Corporate Control*, Journal of Finance, vol. 53, p. 1-25.

Burkart, M. et F. Panunzi, 2001, *Agency Conflicts, Ownership Concentration, and Legal Shareholder Protection*, CEPR Discussion N 2708.

Burkart, M., D. Gromb et F. Panunzi, 1997, *Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm*, Quarterly Journal of Economics, vol. 112, p. 693-728.

Cable, J. et P. S. Steer, 1978, *Internal Organization and Profits : An Empirical Analysis of Large U.K. Companies*, Journal of Industrial Economics, vol. 27, p. 13-30.

Carlton, D.W. et J.-M. Perloff, 1989, *Modern Industrial Organization*, Library of Congress Cataloging in Publication data.

Cho, M., 1998, *Ownership Structure, Investment and the Corporate Value : An Empirical Analysis*, Journal of Financial Economics, vol. 47, p. 103-21.

Charléty-Lepers, P., M. C. Fagart et M. S. Souam, 2003, *Prises de participation et expropriation des actionnaires minoritaires*, Revue Finance, vol. 24, p. 63-92.

Demsetz, H., 1983, *The Structure of Ownership and The Theory of The Firm*, Journal of Law and Economics, vol. 26, p. 375-94.

Tableau 12. Les résultats de l'estimation du modèle. Dans la septième combinaison, le premier actionnaire est un fond et le second est une famille. La huitième combinaison illustre la situation où le premier actionnaire est un fond et le second est une entreprise industrielle.

Variables exogènes	Variables endogènes			
	Combinaison 7		Combinaison 8	
	<i>Conc</i>	<i>Perf</i>	<i>Conc</i>	<i>Perf</i>
Intercept	-0,372 *		-0,376 *	
Perf	0,104		0,040	
Taille	-0,041 ***		-0,041 ***	
Common law	-0,760 ***		0,753 ***	
Loi civile française	0,404 ***		0,411 ***	
Loi civile allemande	0,511 ***		0,521 ***	
Compétences hétérogènes	0,109		0,100	
Intercept		-0,854 *		-0,861 *
Conc		0,001		-0,026
Dette		-0,033		-0,012
Volatilité		-0,010 ***		-0,011 ***
Taille		0,147 **		0,147 **
Taille au carré		-0,005 **		-0,005 **
Identités des actionnaires		-1,236 *		-0,878 ***

***,**, * désignent respectivement 1 %, 5 % et 10 %, les seuils critiques de rejet de l'hypothèse nulle.

Demsetz, K., K. Lehn, 1985, *The Structure de Corporate Ownership : Causes and Consequences*, Journal of Political Economy, vol. 93, p. 1155-77.

Demsetz, H et B. Villalonga, 2001, *Ownership Structure and Corporate Performance*, Journal of Corporate Finance, vol. 7, p. 209-33.

Faccio, M. et L. Lang (2002), *The Ownership in Western European Corporations*, Journal of Financial Economics, vol. 65, p. 365-95

Gomes, A et W. Novaes, 2000, *Sharing of Control as a Corporate Governance Mechanism*, Manuscript, Wharton School and University of Washington, CARESS working paper N 01-06.

Himmelberg, C.P., R.G. Hubbard et D. Palia, 1999, *Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership Structure and Performance*, Journal of Financial Economics vol. 53, p. 353-84.

Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes et A. Shleifer, 2000, *Tunneling*, American Economic Review, vol. 90, p. 22-27.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes et A. Shleifer, 1999, *Corporate Ownership around The World*, The Journal of Finance, vol. 54, p. 471-517.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer et R. Vishny, 2000, *Investor Protection and Corporate Governance*, Journal of Financial Economics, vol. 58, p. 3-27.

Loderer, C. et K. Martin, 1997, *Executive Ownership and Performance*, Journal of Financial Economics, vol. 45, p. 223-55.

Pedersen, T et S. Thomsen, 2003, *Ownership Structure and Value of the Largest European Firms : The Importance of Owner Identity*, Journal of Management and Governance, vol. 7, p. 27-55.

Radice, H. K., 1971, *Control Type, Profitability and Growth in Large Firms : an Empirical Study*, Economic Journal, vol. 81, p. 547-62.

Schleifer, A et D. Wolfenzon, 2000, *Investor Protection and Equity Markets*, mimeo, Harvard University and University of Michigan.

Szewczy, S., G. Tsetsekos et R. Varma, 1992, *Institutional Ownership and the Liquidity of Common Stock Offering*, The Financial Review, vol. 27, p. 211-25.

Annexes

A.1 Description et définition des variables empiriques

Variable	Description	Définition
Concentration de la structure de propriété.	Transformation logarithmique de la taille relative du premier actionnaire en 2002.	$\text{Log}((\alpha_1 - \alpha_2)/(1 - \alpha_1 - \alpha_2))$.
Performance de l'entreprise (ROA).	Résultat avant intérêts, taxes, dépréciations et amortissements sur les actifs totaux en fin d'année 2002 et 2001 (ROA).	EBITDA/actifs totaux.
La taille de l'entreprise.	Transformation logarithmique des actifs totaux en 2002.	$\text{Log}(\text{actifs totaux})$.
La structure financière.	Montant total des dettes divisé par les actifs totaux en 2002.	(Dettes LT et CT)/ actifs totaux.
La volatilité.	Écart type du ROA sur cinq années 1998-2002.	$\sqrt{V(ROA)}$.
L'intensité du capital.	Actifs totaux divisés par le nombre des employés en 2002.	(Actifs Totaux / nombre d'employés).
Le taux de croissance des revenus d'exploitations.	La taux annuel de croissance des revenus d'exploitation (Rev) en 2002.	$((\text{Rev}_t - \text{Rev}_{t-1})/\text{Rev}_{t-1}) \times 100$.
Free cash flow.	Rapport des revenus d'exploitation au montant des actifs totaux en 2002.	Rev/actifs totaux.