

Les bénéfices privés : une rupture de l'égalité entre actionnaires*

Julien LE MAUX

Université Paris I Panthéon – Sorbonne

Classification JEL : G320, G350

Correspondance :

13, avenue du Maréchal de Lattre de Tassigny

94000 Créteil

E-mail : lemaux@univ-paris1.fr

Résumé : L'égalité de traitement des actionnaires, régie par le Code civil français, semble être mise à mal par les nombreuses interventions juridiques ou médiatiques des actionnaires minoritaires. En effet, ces derniers tentent, par ces moyens, de prouver qu'ils sont lésés par l'extraction de « bénéfices privés » par la « coalition de contrôle » de l'entreprise concernée. L'objet de cet article est de proposer une synthèse des travaux académiques sur ce concept qui connaît un intérêt croissant. Après une définition du concept principal et des notions accessoires permettant une meilleure maîtrise du premier, nous établissons une revue de la littérature des principaux résultats empiriques.

Mots clés : bénéfices privés – actionnaire de contrôle – information asymétrique.

Abstract : The notion of equality of shareholders, under the French civil code, jeopardized by the action of numerous minority shareholders in the courts or reported in the media. They seek, by these means, to prove that they have suffered loss through the extraction of “private benefits” by “control coalition”. The purpose of this article is to propose a review of the academic works on this concept, which is attracting an increasing interest. After a definition of the principal concept and additional notions allowing a better understanding of the former, we will review the main articles on the matter.

Key words : private benefits – controlling shareholder – asymmetric information.

* L'auteur qui est allocataire – moniteur au CREFIB, Université Paris I Panthéon – Sorbonne tient à remercier le Professeur de La Bruslerie, les participants aux réunions du CREFIB, ainsi que les deux rapporteurs anonymes pour leurs précieuses remarques et suggestions. Les éventuelles erreurs relèvent de la seule responsabilité de l'auteur.

« Ceux qui parlent de la « démocratie du capital » ou de la « transparence » n'ont jamais croisé un avocat d'affaires ou un expert-comptable de leur vie. Plus on crie à la transparence, plus elle se dissimule » (Labarde et Maris 2000).

Les notions de transparence et d'égalité de traitement des actionnaires sont les bases fondamentales de l'économie de marché : selon la théorie de l'efficacité des marchés, chaque actionnaire bénéficie de la même information que les autres et agit, alors, en conséquence, ce qui lui permet de bénéficier de la même part de richesse créée, part qui doit être fonction de la part de capital détenu.

Néanmoins, ce schéma idéal ressemble plus à une utopie qu'au monde réel car la question du pouvoir apparaît lorsque le contrôle permet de répartir la richesse créée entre les différents partenaires économiques de l'entreprise. En réalité, le groupe d'individus qui exerce un contrôle sur la société possède le pouvoir de disposer des flux de richesse créés dans son unique intérêt, au détriment des autres actionnaires. Les moyens disponibles sont relativement nombreux et c'est la raison pour laquelle la littérature académique s'est penchée sur la question de ces transferts, qualifiés de « bénéfices privés », notion à opposer à celle des « bénéfices publics » dont profite l'ensemble des actionnaires.

Dans cette perspective, elle a souvent identifié les bénéfices de contrôle comme une valeur « psychologique » que les actionnaires attribuent à la détention du contrôle (Harris et Raviv 1988a). Bien que ce facteur intervienne dans certains cas, ne serait ce que partiellement, il est difficile de justifier une prime de plusieurs millions d'euros par une simple valeur psychologique. De même, une seconde explication avancée présente les bénéfices privés comme les avantages en nature dont bénéficie l'équipe dirigeante. Mais si ces privilèges se résument à quelques voitures de fonction ou à un appartement, il s'agit de peu de chose par rapport à des sociétés disposant d'une valeur de plusieurs milliards d'euros ou de dollars. En effet, l'utilisation directe de liquidités ne représente que la partie émergée du problème (Zingales 2000). Le concept de bénéfices privés est une notion beaucoup plus large et recouvre de nombreuses possibilités d'extraction de la richesse, les exemples les plus courants étant les rémunérations excessives de holding ou les prix de cession interne minorés ou majorés dans les groupes de sociétés.

La présente revue de la littérature a pour objectif de fournir aux lecteurs les clés de la maîtrise d'un des principaux concepts du gouvernement d'entreprise : l'inégalité de traitement des actionnaires dont les bénéficiaires privés n'en sont que la matérialisation. Dans cette perspective, nous avons choisi d'axer ce travail, d'une part, sur l'approche d'une définition de ce concept, d'autre part, sur les résultats obtenus et les méthodes utilisées lors de la valorisation de ce transfert de valeur.

Dans ces conditions, cette revue de la littérature se décompose en deux parties. Tout d'abord, dans un premier temps, nous définirons le concept de bénéfices privés. Nous pourrions ainsi observer que cette notion ne fait pas référence à une définition unanimement reconnue par la littérature. Puis, dans un second temps, nous synthétiserons les travaux empiriques mesurant la valeur et recherchant les causes de ces bénéfices de contrôle.

1. Que sont les bénéfices privés ?

Nous présenterons tout d'abord une définition des bénéfices privés avant, dans un second temps, d'approfondir la notion de coalition de contrôle pour, enfin, conclure cette première partie en analysant les leviers permettant l'extraction de bénéfices privés.

1.1. Définition des bénéfices privés ou bénéfices de contrôle

La notion de bénéfices privés est issue des travaux de Grossman et Hart (1988) et Harris et Raviv (1988a et b), qui montrent qu'une partie des actionnaires peut obtenir une part plus importante des *cash-flows* générés que celle qui devrait être attribuée sur la base de la seule participation au capital. Cette partie excessive des bénéfices perçus est alors définie comme étant des « bénéfices privés ».

Toutefois, au cours de notre revue de la littérature, nous avons pu remarquer que chaque auteur utilise l'expression de « bénéfices privés » ou « bénéfices de contrôle » indifféremment, et qu'il entend utiliser cette expression à des fins différentes. Nous présentons, dans le tableau 1, un échantillon des principales définitions rattachées à ces expressions.

Tableau 1 - Définitions des bénéfices privés / bénéfices de contrôle

Auteurs	Définitions des bénéfices privés et/ou des bénéfices de contrôle
Aggarwal et Samwick (2002)	Les hypothèses utilisées dans les travaux sur l'enracinement des dirigeants sont reprises pour qualifier les bénéfices privés : recherche de réputation, de prestige, effet d' <i>hubris</i> ...
Bebchuk et Kahan (1990)	Toute valeur capturée par les agents contrôlant la firme après le conflit et non partagée avec l'ensemble des actionnaires est un bénéfice privé.
Ehrhardt et Nawak (2002)	Les bénéfices privés sont : (1) les « transactions avec soi-même » (vol, abus de biens sociaux, ...); (2) les « procédures de dilution » qui augmentent les bénéfices des actionnaires de contrôle sans altérer les bénéfices des minoritaires; (3) les « agréments » qui sont des bénéfices privés non pécuniaires matérialisés par la recherche d'une utilité dans la possession d'un bien (exemple : New York Times), même si celui-ci n'est pas valorisable financièrement; (4) la « réputation » (prestige social, ...)
Field et Karpoff (2001)	Seuls les salaires et bonus sont utilisés pour mesurer les bénéfices privés.
Grossman et Hart (1988)	Les gains de synergies réalisés par l'acquéreur, la capacité à « sortir » les actionnaires minoritaires à une valeur inférieure au marché et la dispersion des ressources représentent les bénéfices privés.
Johnson et al. (2000)	Les bénéfices privés sont les ressources transférées en dehors de la firme au bénéfice de ceux qui la contrôlent. Ils proviennent des transactions avec soi-même (rémunérations excessives, garantie de prêt) ou des transferts d'actifs (<i>insider trading</i> , ...).
Modigliani et Perotti (2001)	Les bénéfices privés sont les transferts d'actifs à prix arbitraire, les transferts d'investissement à un prix minoré et la vente de blocs de contrôle sans traitement égal des actionnaires minoritaires.
Nussebaum (1997 et 1998)	L'auteur définit les bénéfices privés comme étant l'ensemble des avantages dont bénéficie l'actionnaire qui contrôle la société par rapport aux actionnaires minoritaires, qu'il s'agisse du pouvoir de gérer, de prendre des décisions stratégiques, de bénéficier de synergies avec d'autres sociétés et/ou de la possibilité pour les dirigeants de valoriser leur capital humain personnel.

Le tableau 1 permet de noter que la définition de la notion de bénéfices privés est très large. Tout d'abord, elle intègre systématiquement les hypothèses liées à l'enracinement des dirigeants (Parrat 2000), qui n'est qu'une des formes de transfert de valeur au profit d'une catégorie particulière d'agents économiques. De plus, les bénéfices privés ne sont pas systématiquement pécuniaires, la recherche de la réputation et du prestige par des membres de la coalition de contrôle par des moyens

néfastes pour les actionnaires extérieurs constituant des bénéfices privés.

Nous pouvons enfin remarquer que ce concept ne renvoie pas uniquement à la notion d'abus de biens sociaux ou de vol au sein de l'entreprise. En effet, les bénéfices privés peuvent tout à fait être le résultat de la mise en place de processus légaux entre la société cible et les actionnaires de contrôle.

Il est important de noter ici que parmi les bénéficiaires de bénéfices privés se trouvent les actionnaires de contrôle, et non l'unique actionnaire majoritaire. En effet, même si, intrinsèquement, toutes les actions ordinaires d'une société confèrent les mêmes droits financiers ou de contrôle, lorsque la règle « une action - un vote » est respectée, deux catégories d'actionnaires doivent être distinguées (Jensen et Meckling 1976) :

– les « *inside shareholders* », ou « actionnaires de contrôle », qui participent activement à la gestion de la firme ;

– les « *outside shareholders* », ou « actionnaires extérieurs », qui sont les actionnaires passifs et qui n'interviennent nullement dans la politique de la firme.

Cette distinction au sein de la communauté des actionnaires est essentielle lors de l'étude des bénéfices privés. La Cour de justice du Delaware a rendu un arrêt dans lequel elle définit les pouvoirs d'un « *actionnaire de contrôle* » (Bebchuk et Kahan 1999) :

- élire les directeurs ;
- entraîner l'arrêt de l'entreprise ;
- payer les autres actionnaires pour les sortir de la firme ;
- fusionner avec une autre entreprise ;
- amender le certificat de constitution de société ;
- ou altérer matériellement la nature de la firme et les intérêts publics des actionnaires.

Or, le dernier pouvoir attribué par la Cour de justice aux actionnaires de contrôle est celui de se transférer une partie de la richesse créée au détriment des actionnaires extérieurs. Ce transfert est contraire aux principes fondamentaux de constitution de société, qui exigent l'égalité de traitement des actionnaires. En France, l'article 1833 du Code civil, qui régit le partage entre les actionnaires, précise en effet que : « *toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés* ».

La littérature académique a tenté de justifier l'existence des bénéfices privés de multiples façons. Ainsi, les bénéfices privés reposent sur les coûts que subissent les actionnaires détenant une large part du capital, notamment des « *coûts de dédouanement* » qui comprennent la nécessité d'informer l'ensemble des actionnaires et de remplir toutes les obligations liées à la gestion d'une société cotée. De plus, à partir d'un certain seuil de capital détenu, les bénéfices privés permettent de contrebalancer les « *coûts de concentration* », relatifs aux conséquences d'une forte représentation des titres d'une seule société dans le portefeuille de l'investisseur et qui augmentent plus que les bénéfices publics retirés de cette participation, notamment à cause (Charléty 2001) :

- d'une moindre diversification du portefeuille de titres (Huddart 1993) ;
- d'un besoin de liquidité sur les marchés financiers (Holmström et Tirole 1993) ;
- ou de la démotivation d'une équipe dirigeante trop contrôlée (Burkart et al. 1998).

De même, l'exercice du pouvoir de contrôle est source de coûts exclusivement supportés par l'actionnaire contrôlant et dont le montant augmente avec son degré d'implication dans la gestion de la firme (collecte d'informations, participation au conseil d'administration avec les responsabilités pénales qui s'y rattachent...) (Husson 1987).

Après avoir approché la notion de bénéfices privés, il semble maintenant important de définir le concept de « coalition de contrôle », aussi appelé « groupe de contrôle ».

1.2. La coalition de contrôle

Le groupe de contrôle est composé de deux types d'agents économiques :

- les dirigeants : Leur position stratégique dans l'entreprise leur permet de contrôler en partie l'information et, en particulier, de restreindre sa disponibilité pour les autres agents ;
- les actionnaires importants¹ : d'une part, ils sont mieux informés que les autres actionnaires, notamment parce qu'ils peuvent mobiliser plus aisément des moyens plus importants (avocats, audit...). D'autre part, ils disposent d'un pouvoir d'influence plus fort au sein des as-

¹ Traduction de l'expression « *Large shareholders* ».

semblées générales, le nombre important de voix détenues leur évitant de mobiliser d'autres actionnaires pour faire voter certaines résolutions ou contester la gestion des dirigeants.

Le groupe de contrôle regroupe alors l'ensemble des acteurs économiques disposant des caractéristiques suivantes :

- un accès à l'ensemble des outils et mécanismes de gestion et de contrôle (par exemple: audit interne, décisions stratégiques...). Cet accès est, par définition, inaccessible aux actionnaires extérieurs ;
- une large information concernant la société contrôlée : la coalition de contrôle, qui est au centre du nœud des contrats, dispose d'un meilleur accès à l'information comparativement à l'ensemble des partenaires de la firme.

Cette définition du groupe de contrôle nous amène donc à définir les leviers d'action dont il dispose pour extraire les bénéfices privés.

1.3. Les sources des bénéfices privés

1.3.1. La gestion du résultat

Par définition, le groupe de contrôle dispose d'un accès privilégié aux mécanismes de gestion et de contrôle qui sont à la source des documents d'informations financières destinés aux actionnaires extérieurs. Ainsi, il lui est tout à fait possible de mettre en œuvre une politique de gestion des résultats de la firme.

Schipper (1989) définit la gestion des résultats comme « *une intervention délibérée (du dirigeant) dans le processus d'information externe dans le but de s'approprier des gains personnels* ». Bien que cette définition fasse l'objet de nombreuses critiques², l'ensemble de la littérature tend à reconnaître la possible manipulation, en précisant que la gestion du résultat est « *l'utilisation de la discrétion manageriale pour influencer le résultat auprès des parties prenantes* » (Degeorge et al. 1999).

La manipulation du résultat comptable a pour objet de faire parvenir au marché un signal erroné. Ce signal conduit les agents à réviser leurs anticipations quant aux flux de trésorerie futurs de la société, ce qui en modifie la valorisation par le marché qui est alors différente de sa valeur intrinsèque (Thauvron 2000). Différentes études se sont intéressées à la manipulation des résultats, notamment lors d'offres publiques

² Voir Jeanjean (2000 et 2001).

(Groff et Wright 1989, Christie et Zimmerman 1994, Easterwood 1998 et Jeanjean 2000). Groff et Wright (1989) observent les changements de méthodes comptables des entreprises cibles d'une offre publique par rapport à un échantillon de contrôle. De même, Thauvron (2000) met en évidence une gestion à la baisse des résultats des sociétés qui sont la cible d'opérations de fermeture du capital (OPAS, OPR et OPRO).

Toute politique de gestion des résultats, en altérant la transparence requise par les marchés financiers, biaise le processus de placement des investisseurs. Dans ces conditions, l'utilisation des leviers comptables, uniquement disponibles pour la coalition de contrôle, dans un but de maximisation de gains, financiers ou de réputation, répond parfaitement à la définition des bénéfices privés.

1.3.2. La structure pyramidale

Bebchuk (1999) et Wolfenzon (1998) suggèrent que les structures d'actionnariat verticales ou pyramidales³ sont défavorables aux actionnaires extérieurs car les actionnaires de contrôle ont une moins forte incitation à maximiser la valeur actionnariale, lorsque le risque subi, lié à la participation dans le capital, est faible. De nombreux travaux académiques se sont intéressés à l'existence de bénéfices privés au sein des structures pyramidales (Barclay et Holderness 1989 ; Zingales 1994 ; Buysschaert et al. 1999 ; Bennedsen et Wolfenzon 1999 ; Johnson et al. 2000 ; Aganin 2000). Attig et al. (2002) montrent que les structures pyramidales sont contrôlées par des « actionnaires ultimes lointains⁴ » qui cherchent à accumuler le contrôle et qui ont un comportement opportuniste au détriment des sociétés affiliées. Ils montrent également que ces actionnaires contrôlants utilisent le levier que représente cette structure pour imposer une prise de risque importante. Les résultats empiriques obtenus prouvent que les sociétés affiliées disposent d'un Q de Tobin plus faible que les sociétés indépendantes et que leurs titres sont moins liquides, ce qui tend à refléter l'asymétrie d'information et les problèmes d'agence générés par ce type de montages financiers.

³ Le principal moyen de concentration des pouvoirs utilisé en France est la mise en place de droits de vote doubles. Néanmoins, d'autres méthodes existent, telles que la limitation de droit de vote en assemblée générale (par exemple : Vivendi Universal), pour renforcer le pouvoir de la coalition de contrôle.

⁴ Traduction de l'expression « *Distant Ultimate Shareholder* ».

Pour l'ensemble de ces auteurs, le choix de cette structure repose sur la possibilité qu'elle offre d'extraire une plus large part de la richesse créée. Les canaux de transfert de richesse sont alors, par exemple, les cautions et garanties « excessives » entre sociétés du groupe, les transferts d'actifs intra-groupe ou les conventions réglementées. Ces dernières sont fréquemment passées avec une société extérieure au groupe, détenue à moins de 50 % par l'actionnaire de contrôle. Souvent négligeables, les montants considérés peuvent cependant affecter 1 à 5 % des bénéfices, prélevant éventuellement une partie des marges de la société, au risque de pénaliser lourdement l'évolution de la valeur de l'action ordinaire.

De plus, nous pouvons remarquer qu'en dépit de coûts d'agence apparents, ces structures pyramidales sont relativement répandues, surtout dans les pays offrant une faible protection aux actionnaires : selon Aganin (2000), la combinaison pyramidale « société mère-filiale » est une structure favorable, voire optimale, en termes d'extraction de bénéfices de contrôle.

1.3.3. La diversification de l'organisation

Ce processus, qui peut sembler éloigné des principes du gouvernement d'entreprise, est pourtant essentiel en matière de protection des actionnaires. En effet, la multiplication des activités au sein d'un même groupe entraîne une relative opacité pour les actionnaires extérieurs.

Dans cette perspective, la faible transparence des firmes diversifiées, surtout dans les pays émergents, entraîne un niveau d'asymétrie d'information plus important et permet donc aux dirigeants et/ou aux actionnaires de contrôle de profiter de la situation (Lins et Servaes 2000 ; Lins 2000). L'un des principaux moyens par lequel les firmes diversifiées peuvent alors léser leurs actionnaires est le transfert de flux de richesse des entreprises profitables vers celles en détresse financière (Stein 1997 ; Sharfstein et Stein 2000) : « *Un actionnaire contrôle deux sociétés et impose à l'une des charges qui enrichissent la seconde. Cet actionnaire compense la perte subie dans la première société par le profit dégagé dans la seconde. Ses coassociés dans la première société n'ont pas d'intérêts dans la seconde : leur perte n'est donc pas compensée. Dans cette situation, il y a conflit d'intérêts entre l'actionnaire de contrôle et ses coassociés* » (Schmidt 1999)

Parallèlement, Aggarwal et Samwick (2002) expliquent la politique de diversification par la théorie de l'enracinement des dirigeants, c'est-à-dire par une recherche du prestige et d'une meilleure réputation sur le marché du travail, qui est contraire aux intérêts des actionnaires extérieurs. Par conséquent, l'opacité et les opportunités générées par la diversification de l'organisation tendent à favoriser l'extraction de bénéfices privés.

Une fois ces sources et moyens d'extraction connus, se pose maintenant la question de la valeur des bénéfices privés, le problème étant que ceux-ci sont par définition inobservables. En effet, ces transferts peuvent non seulement être de nature financière et, dans ce cas, prendre la forme de sur-salaires ou de prix de cession internes, mais ils peuvent également prendre une forme non financière : synergies de production (Bradley 1980), avantages pour les détenteurs individuels de blocs de contrôle (Demsetz et Lehn 1985). Nous présentons ici les deux principaux modèles de valorisation des bénéfices privés.

2. Valorisation des bénéfices privés

2.1. Méthodes de valorisation

Afin de valoriser les bénéfices privés, deux méthodes ont principalement été retenues : la méthode des transactions de blocs et la valorisation des droits de vote.

2.1.1. Les transactions de blocs

Cette méthode, développée par Barclay et Holderness (1989) et Burkart et al. (2000), se base sur les cessions de blocs de contrôle de sociétés cotées. Le principe est que le prix qu'un actionnaire paie pour l'acquisition d'un bloc de titres intègre les bénéfices de contrôle qu'il compte extraire de cette situation de contrôle alors que, au contraire, le cours de l'action ne représente que l'actualisation des bénéfices publics (Chung et Kim 1999). Dès lors, la différence entre le prix payé et le cours de bourse reflète le gain obtenu par le nouvel actionnaire de contrôle. Ainsi, cette méthode se fonde sur les travaux académiques (Fama et Jensen 1983a et b ; DeAngelo et DeAngelo 1985 ; Demsetz et Lehn 1985 et Stulz 1988) qui suggèrent que les détenteurs de blocs de

contrôles extraient un niveau de richesse différent de leur participation au capital.

Il est intéressant de noter que le Conseil constitutionnel s'est prononcé sur cette question lorsqu'il a examiné la loi de privatisation de TF1, dans un arrêt du 18 septembre 1986, et qu'il a précisé : « *Le prix d'acquisition d'un ensemble d'actions donnant à un groupe d'acquéreurs le contrôle de la Société doit être fixé en tenant compte de cet avantage spécifique.* »⁵

Le tableau 2 présente une synthèse des travaux empiriques existants sur la valorisation des bénéfices privés par la prime octroyée aux vendeurs de blocs de contrôle. À sa lecture, nous pouvons remarquer que la valeur d'une action comprise dans un bloc de contrôle est supérieure à celle d'un titre disponible sur le marché.

Tableau 2 – Synthèse des résultats empiriques selon la méthode de la transaction de blocs de contrôle

Auteurs	Année	Échantillon	Principales conclusions
Barclay et Holderness	1989	63 cessions de blocs de contrôle entre 1978 et 1982	80 % des échanges de blocs sont supérieurs aux cours boursiers La prime de contrôle est de 20 %.
Mikkelson et Regossa	1991	37 transactions de blocs de 1978 à 1987	La prime de contrôle est évaluée à 9,2 %
Buyschaert et al.	1999	15 cessions sur le marché belge entre 1996 et 1999	Cessions intra-groupes : création de valeur pour les actionnaires minoritaires. Cessions entre membres et non-membres d'un groupe de sociétés : aucun effet
Atanasov	2001	Seconde vague de privatisations bulgares	Une action appartenant à un bloc de contrôle a une valeur 10 fois supérieure à une action isolée
Hamouna et al.	2001	9566 acquisitions de firmes entre 1986 et 2000 dans le G7	Une position majoritaire dans une firme américaine nécessite le paiement d'une prime de 20 à 30 %. La prime est plus importante en cas d'opération internationale. La prime de contrôle est semblable dans les économies « orientés-marchés » (Canada et Royaume-Uni), mais elle est plus faible dans les économies « orientés-banques » (Japon, Italie, Allemagne et France)
Dyck et Zingales	2002	412 cessions de blocs de contrôle dans 39 pays	La valeur du contrôle est située entre -4 % et + 65 %, avec une moyenne de 14 %.

⁵ La constatation de fortes progressions de cours lors de l'ouverture complète du capital au public de sociétés contrôlées par l'État est, selon Zingales (1994), la preuve de l'existence de bénéfices privés.

La prime d'acquisition du bloc, qui est en moyenne de 20 %, peut présenter des valeurs très différentes selon les pays (Dyck et Zingales 2002) : alors que la prime moyenne payée lors d'un échange de bloc est de 65 % au Brésil, elle est, en moyenne, égale à - 4 % au Japon.

Tableau 3 - Caractéristiques des primes lors de transactions de blocs

Pays	Moyenne	Médiane	Écart-type	Min.	Max.	% d'échanges à prime négative
Échantillon de 39 pays	14 %	11 %	18 %	- 4 %	48 %	27 %
Allemagne	10 %	10 %	13 %	- 24 %	32 %	16 %
Brésil	65 %	49 %	83 %	6 %	299 %	50 %
États Unis	2 %	2 %	10 %	- 20 %	40 %	40 %
France	2 %	1 %	10 %	- 10 %	17 %	36 %
Hong-Kong	1 %	3 %	5 %	- 12 %	5 %	22 %
Japon	- 4 %	- 1 %	9 %	9 %	34 %	76 %
Mexique	34 %	47 %	35 %	- 4 %	77 %	20 %

Source : Dyck et Zingales (2002)

Deux informations intéressantes peuvent être observées dans ces résultats empiriques :

- l'importante variance des primes : nous pouvons remarquer que l'intervalle dans lequel s'inscrit la prime de transaction de bloc de contrôle est non seulement très large, mais surtout, cet intervalle varie beaucoup selon les pays ;

- la part de transactions de blocs se réalisant sur la base d'une prime négative : cette donnée tend à remettre en cause l'utilisation de cet indicateur pour mesurer le niveau de bénéfices privés que le nouvel acquéreur peut extraire de la société cible.

Concernant l'utilisation de cette méthode, deux points de vue s'opposent :

- sur la base de l'hypothèse selon laquelle la volonté principale de la firme acquéreuse est l'appropriation des bénéfices privés, ce modèle est valide (Barclay et Holderness 1989) ;

- au contraire, de telles transactions pouvant transférer le contrôle à une meilleure équipe dirigeante, la différence entre le prix de transaction d'un bloc et le cours de bourse résulterait d'un gain objectif pour l'ensemble des actionnaires (Bebchuk 1994 ; Zingales 2000). Barclay et Holderness (1989) ont en partie confirmé le point de vue de leurs détracteurs en démontrant l'existence d'une hausse anormale du cours des titres lors de simples négociations de blocs qui, sans pour autant

que les transactions soient conclues, étaient ensuite généralement suivies de revirements stratégiques.

De plus, cette méthode semble insuffisante pour évaluer correctement les bénéficiaires privés pour deux autres raisons :

- même si les organes de contrôle des marchés financiers (COB, CMF, SEC...) exigent une information complète sur la transaction de bloc de contrôle, les co-contractants sont incités à négocier des paiements dissimulés ;

- tout transfert de bloc de titres n'entraîne pas toujours un contrôle immédiat, l'acquisition d'autres titres étant parfois nécessaire.

Enfin, les résultats obtenus sont contestés par différents auteurs. Ainsi, selon Barclay et Holderness (1991, 1992), pourtant initialement les promoteurs de cette méthode, les annonces de négociations de blocs sont associées à une augmentation anormale du cours du titre de 16,5 %, ce qui suggère que la principale source de gain est l'amélioration du management et de la surveillance. Il peut alors être conclu que la négociation de blocs n'est pas un instrument de pillage des firmes et qu'il n'y a alors aucune raison de s'y opposer. Nicodano et Sembenelli (2000) confirment cette approche, en démontrant que cette prime de bloc de contrôle ne peut mesurer les bénéfices privés car elle est affectée par les espérances de profits supérieurs.

Ces critiques ont entraîné le développement d'une seconde méthode de valorisation reposant sur la valorisation des droits de vote lors de l'existence de différentes classes de titres, disposant chacune de droits de vote différents.

2.1.2. La valorisation des droits de vote

Si nous considérons deux actifs financiers, l'un avec droit de vote et l'autre sans, assurant tous deux la même chronique de flux financiers dans tous les états de la nature, un raisonnement par arbitrage indique que ces actifs ont obligatoirement la même valeur et que, par conséquent, la valeur du droit de vote est nulle.

Par conséquent, toute différence entre le prix des actions ordinaires et le prix des actions subalternes (Dumontier 1988) ne peut être imputée qu'aux avantages supplémentaires qu'une de ces deux valeurs procure à ses détenteurs.

Selon Couret (1997), si la première idée a été longtemps de dire que le droit de vote n'avait pas de valeur pour les minoritaires, une

deuxième idée a été de considérer que, dans la panoplie des droits de l'actionnaire, il y avait d'un côté des droits qui étaient des droits pécuniaires et de l'autre des droits politiques.

Aujourd'hui, lorsqu'il est exercé par des fonds de pension, le droit de vote apparaît comme une décision financière : le droit de vote devient un actif financier. Il n'est pas autre chose qu'un droit au service de prérogatives financières. C'est parce que l'on exerce son droit de vote que l'on va obtenir des sociétés qu'elles fassent davantage de profits et qu'elles les partagent plus volontiers. Dans la pratique, le fossé entre droits politiques et droits financiers semble se résorber, ce qui d'ailleurs paraît logique car le droit de vote, lorsqu'il est exercé par des fonds de pension, l'est dans l'intérêt exclusif du patrimoine des épargnants.

Cette méthode de valorisation des bénéfices privés est utilisée par de nombreux auteurs (Rydqvist 1987 ; Zingales 1994 et 1995a ; Nenova 2000). Elle consiste :

- soit à comparer les valeurs de différentes classes de titres avec des droits de vote différents ;
- soit à mesurer la réaction du marché lors de modifications de règles de répartition des droits de vote.

La lecture du tableau 4 nous permet de remarquer que les résultats en termes de moyenne et de variance sont semblables à ceux obtenus par la première méthode : la moyenne de valorisation est de 20 % et une importante variance caractérise les résultats.

Deux critiques peuvent être adressées à ce modèle d'évaluation : la première repose sur le fait que les sociétés ont une plus forte tendance à émettre des actions à droits de vote double lorsque les bénéfices privés sont importants (Grossman et Hart 1988 ; Zingales 1995b). Dans ces conditions, une mesure des bénéfices privés fondée sur cette différence de droits de vote tend à surestimer la valeur du contrôle.

La seconde critique porte sur le caractère imprécis de la mesure des bénéfices privés par la différence de valeur entre les actions ordinaires et les actions sans droit de vote. En effet, un second paramètre intervient lors de l'évaluation : la décote d'illiquidité. Celle-ci affecte négativement le prix des actions sans droit de vote en raison de leur faible liquidité.

Tableau 4 – Synthèse des résultats empiriques selon la méthode de la valorisation du droit de vote

Auteurs	Année	Échantillon	Valeur (en % du capital)	Autres conclusions
Levy	1982	21 firmes israéliennes en 1981	45,5 %	
Lease et al.	1983	30 sociétés U.S sur la période 1940-1978	5,4 %	
Lease et al.	1984	6 sociétés U.S sur la période 1940-1978	1,25 %	
Horner	1988	95 firmes suisses entre 1973 et 1983	n.c.	La décote des titres sans droits de vote est supérieure à 10 %
Zingales	1994	64 firmes italiennes de 1987 à 1990e	82 %	
Zingales	1995a	94 firmes U.S entre 1984 et 1990	30 %	
Smith et Amoako-Adu	1995	98 firmes cotées à la bourse de Toronto (Canada) entre 1981 et 1992	7,84 % (1981-1986)19,31 % (1988-1992)	La prime de contrôle est liée aux anticipations d'OPA.
Muss	1998	25 entreprises françaises de 1986 à 1996	51,35 %	
Edwards et Weichenrieder	1999	102 firmes allemandes en 1992	n.c.	Plus l'écart entre droits de contrôle et droits aux <i>cash-flows</i> augmente, moins la capitalisation boursière est importante. Une hausse des droits de contrôle du second actionnaire entraîne une augmentation du cours
Chung et Kim.	1999	119 firmes coréennes sur la période 1992-1993	10 %	La prime attribuée à un vote est négativement associée à la capitalisation boursière et à la proportion de titres avec droit de vote dans le capital
Claessens et al.	1999	2 658 firmes asiatiques	n.c.	Le contrôle familial est lié négativement avec la capitalisation boursière. Absence de relation concernant le contrôle par l'état ou par un actionnariat dispersé.
Hauser et Lauterbach	2000	67 transformations d'actions à droits de vote multiple en action simple entre 1990 et 1996	n.c.	Le prix médian d'1 % de droit de vote est d'environ 0,1 % du capital. Le prix du droit de vote augmente avec la disparition d'un actionnaire majoritaire, alors qu'il diminue avec la participation d'investisseurs institutionnels

2.2. Synthèse des variables explicatives

Dans cette section, nous présenterons les principales variables explicatives étudiées au cours des études empiriques sur l'évaluation des bénéfices privés.

2.2.1. L'environnement légal

L'environnement légal est la principale variable expliquant les différences de niveaux de bénéfices privés entre les différents pays : « *One of the principal remedies to agency problems is the law* » (La Porta et al. 2000).

Ainsi, les variables discriminantes entre les différents systèmes légaux impliquent que le meilleur système (La Porta et al. 1997) :

- ne tolère pas l'émission d'actions à droits de vote différenciés ;
- permet aux actionnaires de voter par correspondance ;
- ne bloque pas les actions avant l'assemblée générale des actionnaires ;
- donne aux actionnaires un droit préférentiel de souscription à de nouvelles émissions ;
- permet aux actionnaires de rassembler leurs titres dans un objectif de représentation au conseil d'administration ;
- autorise une représentation proportionnelle au conseil d'administration ;
- fournit aux actionnaires extérieurs des processus légaux pour se protéger contre le groupe de contrôle (OPR...)

La Porta et al. (1997) estiment que la différence en termes d'environnement légal permet de mieux comprendre les évolutions des structures de gouvernance d'entreprise au point de vue international que l'ancienne opposition « système financier-banque » versus « système financier-marché ». Dans cette perspective, le système de la « *common law* » est présenté comme étant le système le plus protecteur des actionnaires au détriment de celui de la « *civil law* », et particulièrement de celui de la « *French civil law* ». La Porta et al. (2000) concluent que la protection juridique des actionnaires minoritaires est un des déterminants les plus significatifs du développement des marchés financiers d'un pays par rapport à l'économie nationale. Parallèlement, Nenova (2000) démontre que les variables liées à

l'environnement légal expliquent 73 % de la différence de valorisation des bénéfiques privés entre les différents pays.

Tableau 5 - Variables légales

Variabiles	Impact sur les bénéfiques privés
Qualité de l'application de la loi (La Porta et al. 1996, 1997 ; Nenova 2000) Indicateur d'efficacité du système judiciaire Rôle de la loi et de la jurisprudence Taux de corruption	Négatif Négatif N.S.
Protection légale des investisseurs (La Porta et al. 1996, 1997 ; Nenova 2000 ; Aganin 2000) Respect de la règle « Une action, un droit de vote » Blocage des titres avant l'assemblée générale- Droit de vote cumulatif Vote par procuration Possibilité d'action des actionnaires minoritaires Pourcentage du capital nécessaire pour convoquer une assemblée générale Existence d'un droit préférentiel de souscription	Négatif Négatif Négatif Négatif Négatif Négatif
Développement des lois sur les offres publiques (Nenova 2000) Existence de procédures de type : <i>squeeze-out</i> (ou OPR) Existence de procédures de type : garantie de cours	Négatif Négatif
Liberté de constitution des statuts (Nenova 2000) Existence de fondations de dirigeants (exemple : Pays bas) Limitation de droit de vote	Positif Positif
Système fiscal (Dyck et Zingales 2002) Indicateur d'efficacité du système judiciaire Indicateur de fraude fiscale	Positif N.S.
Système comptable (Mitton 2002) Niveau de transparence de l'information légale obligatoire Présence d'un auditeur appartenant aux <i>big five</i>	Négatif Négatif

Au contraire, différents auteurs, dont Easterbrook et Fischel (1991), restent sceptiques face à l'impact des règles législatives sur la politique générale des entreprises, celles-ci disposant toujours d'un certain pouvoir d'adaptation grâce à la révision des statuts.

Toutefois, cette critique ne semble pas fondée car cette capacité d'adaptation impliquerait que les entreprises subissent le coût élevé des modifications statutaires qui, dans les faits, ne s'effectuent que rarement.

Ainsi, les différences en termes de protection légale des actionnaires peuvent permettre d'expliquer les choix de méthodes de financement des sociétés et des différences parfois importantes entre les différents pays :

– pourquoi les firmes italiennes s'introduisent-elles si peu en bourse (Pagano et al. 1995) ?

– pourquoi l'Allemagne a-t-elle un marché d'actions si faible mais également de grandes et puissantes banques (Edward et Fischer, 1994) ?

– pourquoi la prime de vote est-elle faible en Suède et aux États-Unis, et très élevée en Italie et Israël (Levy 1983 ; Rydqvist 1987 ; Zingales 1994 et 1995a) ?

Dyck et Zingales (2002) estiment que le système fiscal peut également jouer un rôle important. Les autorités fiscales et les actionnaires extérieurs ont en effet un objectif commun : connaître le résultat réel d'une entreprise. Ainsi, en développant un outil de contrôle de la richesse créée par la firme, les autorités fiscales tendent à réduire les bénéfices privés en identifiant et interdisant un certain nombre de pratiques, telles que la vente en dessous du prix de production (exemple de la vente de pétrole en Russie selon Black et al. 2000 et Federov 2000).

2.2.2. Probabilités et coûts du changement de blocs

La probabilité de changement de contrôle semble, *a priori*, une variable importante pour la détermination des bénéfices privés. Lorsque la prise de contrôle est probable, les niveaux de bénéfices privés potentiels et/ou réels ont un rôle important : un niveau élevé incite les acteurs économiques à tenter de prendre le contrôle afin de bénéficier de ce transfert de richesse. Dans ces conditions, le groupe de contrôle devra limiter l'extraction afin de ne pas perdre son statut.

L'une des principales sources de modélisation théorique et/ou de travaux empiriques concerne la *Shapley Value* (Rydqvist 1987 ; Zingales 1994 ; Fluck 1999). Le principe de celle-ci, utilisée couramment en théorie des jeux, est de valoriser la distribution de pouvoir entre différents acteurs, notamment en cas d'un futur conflit concernant le contrôle de la firme. Le principal avantage de la *Shapley Value* est de prendre en compte tous les actionnaires, même les détenteurs d'un petit portefeuille de titres, car ils peuvent jouer un rôle important en devenant des actionnaires « pivots », qui feront basculer le vote au profit de tel ou tel autre actionnaire. Dans ces conditions, la valeur d'un vote n'est pas automatiquement fonction de la taille du portefeuille, mais plutôt de la probabilité d'apparition d'une contestation. Les caractéristiques de la *Shapley Value* sont :

– la *Shapley Value* n’attribue aucune valeur aux votes des actionnaires extérieurs lorsque les actionnaires de contrôle détiennent plus de 50 % des droits de vote ;

– la *Shapley Value* attribue très peu de valeur lorsque les actionnaires de contrôle disposent d’une grande quantité de droits de vote, bien qu’étant minoritaires ;

– au contraire, la *Shapley Value* des actionnaires extérieurs est croissante par rapport à la proportion de titres détenus par les actionnaires extérieurs. Les travaux de Stulz (1988) et Song et Walking (1993) reflètent ceci, en établissant une corrélation négative entre le succès d’une tentative de contestation et la participation des managers ;

– par construction, la *Shapley Value* des titres des actionnaires extérieurs s’accroît lorsque ces derniers se concentrent (Zingales 1994)

Parallèlement, différentes variables relatives aux caractéristiques des parties prenantes des cessions de blocs de contrôle ont été introduites dans l’analyse :

– les caractéristiques du bloc : la caractéristique principale est la part du capital de la firme représentée par le bloc (Barclay et Holderness 1989 ; Hamouna et al. 2001) ;

– les caractéristiques de la firme : la taille de la firme est à prendre en compte, car une grande firme offre plus de possibilités de dégager des bénéfices privés, qu’ils soient pécuniaires ou non. Néanmoins, les coûts de dédouanement sont également plus élevés, étant donné la surveillance dont la firme fera l’objet, notamment des analystes financiers ou des autorités de marché ;

– les caractéristiques de l’acquéreur : Holderness et Sheehen (1988) ont démontré que les détenteurs de bloc individuel qui sont également dirigeants tendent à se verser à un salaire plus élevé que s’ils étaient seulement dirigeants.

Enfin, il est nécessaire de prendre en compte le coût de constitution d’un bloc de contrôle, c’est-à-dire, notamment, les inconvénients et les coûts associés à l’illiquidité :

– les coûts résultant du risque de contrepartie : la capacité pour un vendeur de trouver des acheteurs dans un délai relativement court et sans coût élevé ;

– le coût de transaction résultant d’une asymétrie d’information : l’existence d’un bloc de contrôle signale aux opérateurs de marché l’existence d’agents mieux informés que d’autres, à savoir les actionnaires de contrôle. Ces asymétries génèrent des coûts de surveillance

pour les actionnaires minoritaires, qui se traduisent par un élargissement des fourchettes de cotation et, donc, par un accroissement des coûts de transaction sur le marché.

Tableau 6 – Variables caractéristiques de blocs

Variables	Impact sur les bénéfiques privés
Probabilité d'un changement de contrôle (Zingales 1994)	
Shapley Value	Positif
Indice de concentration actionnariale (Herfindhal)	Négatif
Participation des 2 ou 5 premiers actionnaires	Indéterminé ⁶
Existence effective d'un actionnaire de contrôle	Négatif
Coût de financement et de détention d'un bloc de contrôle (Barclay et Holderness 1989 ; Hamouna et al. 2001)	
Taille de la firme ⁷	Positif
Taille du bloc de contrôle	Positif
Statut de l'acquéreur (Holderness et Sheehan 1988)	
Étranger	Positif
Statut (État, financier, ...)	N.S.
Manager de la firme cible	Positif

2.2.3 Variables d'écart de valorisation d'instruments financiers

Ces variables ont pour objectif d'intégrer les possibles différences, notamment en termes financiers, entre les titres avec et sans droits de vote. Dans cette perspective, la prise en compte de ces informations est destinée à intégrer les différences de flux perçus par les détenteurs de titres.

Afin de mieux comprendre, prenons un exemple : en France, les détenteurs d'actions à dividendes prioritaires sans droits de vote ne bénéficient pas des mêmes conditions que les détenteurs d'actions normales. Ils disposent en effet d'un rendement assuré (en cas de bénéfices) mais aussi d'un marché plus restreint, ce qui entraîne une décote de liquidité. Le cas de la décote des ADP Legrand, contestée par les actionnaires minoritaires, constitue un parfait exemple d'écart de valorisation pouvant exister entre les différents types d'actifs financiers.

Alors que cette série de variables aurait pu être admise dans les variables légales, la présence du tableau 7, consacré uniquement à ces informations, se justifie du fait que les autres variables de l'environnement légal sont utilisées dans les deux méthodes de valori-

⁶ Cet indicateur est indéterminé car deux stratégies de sens opposé s'affrontent : L'extraction de bénéfiques privés contre la surveillance des dirigeants.

⁷ Log (valeur de marché de la firme)/(capitalisation du marché).

sation des bénéfices privés, alors que les premières ne le sont que dans la méthode de valorisation des droits de vote.

Tableau 7 - Variables caractéristiques

Variables	Impact sur les bénéfices privés
Différence de liquidité	Positif
Existence d'un dividende minimum en contrepartie de l'absence de droit de vote	Négatif
Existence de coûts d'enregistrement spécifiques aux titres avec droits de vote	Négatif
Existence d'un dividende cumulatif en contrepartie de l'absence de droit de vote	Négatif

2.2.4 Les variables économiques et sociales

Alors que la littérature académique tend à démontrer que l'extraction de bénéfices privés existe dans tous les pays, mais à des degrés plus ou moins importants, Dyck et Zingales (2002) montrent qu'il n'existe aucune corrélation entre le niveau de développement et celui des bénéfices privés, la variable discriminante étant la protection légale des actionnaires minoritaires. Néanmoins, ces auteurs intègrent trois variables extra-légales limitant les bénéfices privés :

- la concurrence externe du marché : Shleifer et Vishny (1997) reconnaissent le potentiel de la concurrence sur le marché en tant que facteur limitant les bénéfices privés, en réduisant les *cash-flows* pouvant être détournés. Roe (2001) note toutefois que la taille des rentes, c'est-à-dire des bénéfices privés, dépend plus des caractéristiques économiques nationales que des caractéristiques du secteur auquel appartient la société ;

- les pressions internes provenant du travail organisé : les employés peuvent limiter les bénéfices privés, en raison de leur situation au cœur de l'entreprise et des mécanismes d'opposition au groupe de contrôle dont ils disposent (droit de grève, représentants du personnel⁸...). Toutefois, cette possibilité est elle-même limitée, les employés pouvant

⁸ En France, le comité d'entreprise représente un interlocuteur privilégié de la direction. Ce pouvoir s'est trouvé récemment renforcé avec la possibilité, pour les représentants d'une société faisant l'objet d'une OPA, d'obliger la direction de l'entreprise initiatrice de l'offre publique à venir expliquer les motivations de l'opération.

également intégrer la coalition de contrôle, au détriment des actionnaires extérieurs (Pagano et Volpin 2000) ;

– les normes morales internes à l'organisation : Coffee (2001) appuie cette hypothèse en citant la situation des pays scandinaves qui font face à un faible niveau de bénéfiques privés, alors que la protection légale des investisseurs y est relativement faible.

Concernant les variables morales, La Porta et *al.* (1996) sont les premiers à les intégrer, la religion en particulier, comme étant explicatives des bénéfiques privés. Selon ces auteurs, les normes sociales et les coutumes nationales peuvent limiter l'inégalité de traitement des actionnaires.

Parallèlement, selon Zingales (2000), la réputation est une forte source de discipline et la presse représente alors un vecteur devant être apprivoisé par l'entreprise, surtout dans les pays disposant d'une presse libre et largement diffusée. Le rôle potentiel de cette dernière a été souligné à de nombreuses reprises dans le cas d'interventions et de conférences de presse de la part de représentants d'actionnaires, communément appelés « actionnaires activistes ». Ainsi, les politiques de relations publiques développées par les entreprises permettent de présenter une image éthique (Bettis et *al.* 2000). En effet, ces politiques minimisent les coûts possibles de délits d'initiés.

Tableau 8 - Variables économiques et sociales

Variabes	Impact sur les bénéfiques privés
Concurrence potentielle (Dyck et Zingales 2002)	Négatif
Liberté de la presse (Bettis et <i>al.</i> 2000) Vente de journaux par habitant	Négatif
Données sociales (La Porta 1996, Bettis et <i>al.</i> 2000) Religion catholique Taux de criminalité	Négatif ⁹ N.S.

⁹ Les résultats concernant cette variable sont contradictoires. Alors que Dyck et Zingales (2002) obtiennent un résultat non significatif, La Porta et *al.* (1996) la définissent comme une variable importante

Conclusion

Au cours de cette revue de la littérature, nous avons tout d'abord pu observer, malgré la multitude de travaux disponibles, l'absence de consensus concernant la définition du concept de bénéfices privés, même si nous devons noter que l'ensemble des propositions se fonde sur la spoliation des actionnaires minoritaires.

Néanmoins, cette absence de consensus ne fragilise nullement l'intérêt des conclusions dont l'élément principal est l'importance du niveau des bénéfices privés et de l'impact de ceux-ci sur l'économie et les marchés financiers. En effet, le niveau moyen de valorisation des bénéfices privés par rapport à la capitalisation boursière de 20 % peut étonner, voir même choquer, mais, dans tous les cas, il incite les différents acteurs économiques à agir en vue de sa diminution.

Ensuite, en étudiant les différentes causes et sources de bénéfices privés, nous avons observé que la protection juridique des actionnaires minoritaires est la variable la plus discriminante en termes d'extraction des bénéfices privés. Ainsi, les règles de droit agissent directement sur la valorisation des entreprises, en permettant notamment à chaque actionnaire de faire valoir ses droits aux bénéfices. Ceci est confirmé par les travaux de La Porta et *al.* (2000) qui démontrent qu'une protection légale efficace est liée au Q de Tobin et que les firmes appartenant à des systèmes légaux fondés sur le « *common law* », systèmes favorisant la protection des actionnaires (La Porta et *al.* 1998), distribuent des dividendes plus élevés que dans les pays soumis au « *civil law* », dont fait partie la France.

Enfin, nous concluons le présent travail de synthèse sur les bénéfices privés en notant qu'il est dommage que les nombreux travaux actuellement disponibles portent essentiellement sur des échantillons internationaux ou sur l'étude de pays émergents à quelques exceptions près. Une analyse plus approfondie des situations nationales pourrait permettre une meilleure connaissance des membres de coalitions de contrôles et des méthodes employées pour extraire les bénéfices privés.

Bibliographie

Aganin A. (2000), « Essays on Private Benefits of Control in Countries with Low Shareholder Protection », PhD Thesis, Harvard University.

- Aggarwal R. et Samwick A. (2002), « Why Do Managers Diversify Their Firms ? Agency Reconsidered », *The Journal of Finance*, à paraître.
- Atanasov V. (2001), « Valuation of Large Blocks of Shares and the Private Benefits of Control », Working Paper, Penn State University.
- Attig N., Fischer K. et Gadhoun Y. (2002), « On the Determinants, Costs and Benefits of Pyramidal Ownership : Evidence on Expropriation of Minority Interests », Working Paper, EFMA congress 2002.
- Barclay M.J. et Holderness C.G. (1989), « Private Benefits from Control of Public Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, p. 371-395.
- Barclay M.J. et Holderness C.G. (1991), « Negotiated Block Trades and Corporate Control », *Journal of Finance*, vol. 46, p. 861-878.
- Barclay M.J. et Holderness C.G. (1992), « The Law and Large Block Trades », *Journal of Law and Economics*, vol. 35, p. 265-294.
- Bebchuk L. et Kahan M. (1999), « The 'Lemons Effect' in Corporate Freeze-Out », NBER Working paper 6938.
- Bebchuk L.A. (1999), « A Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control », NBER Working paper 7203.
- Bennedsen M. et Wolfenzon D. (2000), « The Balance of Power in Closely Held Corporation », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, p. 113-139.
- Bettis J., Coles J. et Lemmon J. (2000), « Corporate Policies Restricting Trading by Insiders », *Journal of Financial Economics*, n° 57, p. 191-220.
- Black B., Kraakman R. et Tassarova A. (2000), « Russian Privatization and Corporate Governance : What Went Wrong ? », *Stanford Law Review*, vol. 52, 1731-1808.
- Bradley M. (1980), « Interfirm Tender Offers and the Market For Corporate Control », *Journal of Business*, vol. 53, p. 345-376.
- Burkart M., Gromb D. et Panunzi F. (1998), « Why Takeover Premium Protect Minority Shareholders ? », *Journal of Political Economy*, vol. 106, p. 172-204.
- Burkart M., Gromb D. et Panunzi F. (2000), « Agency Conflicts in Public and Negotiated Transfers of Corporate Control », *Journal of Finance*, vol. 55, n° 2, p. 647-677.
- Buysschaert A., Deloof M. et Jegers M. (2001), « Equity Sales in Belgian Corporate Groups : Expropriation of Minority Shareholders ? », Working Paper, Free University of Brussels.

- Charl ty P. (2001), « Activisme des actionnaires : le cas particulier des fonds de pension », Bulletin COB, f vrier, p. 17-29.
- Christie A. et Zimmerman J. (1994), « Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures : Corporate Control Contest », *The Accounting Review*, vol. 69, p. 539-566.
- Chung K. et Kim J.K. (1999), « Corporate Ownership and the Value of a Vote in an Emerging Market », *Journal of Corporate Finance*, May, p. 35-54.
- Claessens S., Djankov S et Lang L. (2000), « The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, p. 81-112.
- Coffee J. (2001), « Do Norms Matter ? A Cross-Country Examination of The Private Benefits of Control », Working Paper, Columbia University.
- DeAngelo H. et DeAngelo L. (1985), « Managerial Ownership of Voting Rights : A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock », *Journal of Financial Economics*, vol. 14, p. 33-71.
- Degeorge F., Patel J. et Zeckhauser R. (1999), « Earnings Management to Excess Thresholds », *Journal of Business*, vol. 72, n  1, p. 1-35.
- Demsetz H. et Lehn K. (1985), « The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, p. 1155-1177.
- Dumontier P. (1988), « Actions ordinaires, actions subalternes : le prix du droit de vote et les facteurs qui le d terminent », *Finance*, vol. 9, n  1, p. 18-39.
- Dyck A. et Zingales L. (2002), « Private Benefits of Control : An International Comparison », Working Paper, Harvard Business School.
- Easterwood C. (1998), « Takeovers and Incentives for Earnings Management : An Empirical Analysis », *Journal of Applied Business Research*, vol. 14, p. 29-47.
- Edwards J. et Fischer K. (1994), *Bank, Finance and Investment in Germany*, Cambridge University Press.
- Edwards J. et Weichenrieder A. (1999), « Ownership Concentration and Share Valuation : Evidence from Germany », Working Paper, CE-Sifo, Munich.
- Ehrhardt O. et Nowak E. (2002), « Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation - Empirical Evidence from IPOS of German Family-Owned Firms », Working paper, Humboldt University and Goethe University.

- Fama E. et Jensen M. (1983a), « Agency Problems and Residual Claims », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, June, p. 327-349.
- Fama E. et Jensen M. (1983b), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, June, p. 301-325.
- Federov O. (2000), « Case Studies on Abusive Self-Dealing », Working paper, OECD/World Bank Corporate Governance Roundtable for Russia, 24-25 Februray.
- Field L. et Karpoff J. (2002), « Takeover Defences at IPO Firms », *Journal of Finance*, à paraître.
- Fluck Z. (1999), « The Dynamics of the Management Shareholder Conflict », *Review of Financial Studies*, Summer, vol. 12, n° 2, p. 379-404.
- Groff J. et Wright C. (1989), « The Market for Corporate Control and its Applications for Accounting Policy Choice », *Advances in Accounting*, p. 3-21.
- Grossman S.J. et Hart O.D. (1988), « One Share – One Vote and the Market for Corporate Control », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 175-202.
- Hamon J. (2001), « La répartition des droits de vote, leur exercice et l'efficacité économique », Cahiers du CEREG, n° 2001-02.
- Hamouna P., Sarin A. et Shapiro A. (2001), « Value of Corporate Control : Some International Evidence », Working paper 01-4, USC Marshall Scholl of Business.
- Harris M. et Raviv A. (1988a), « Corporate Control Contests and Capital Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 55-86.
- Harris M. et Raviv A. (1988b), « Corporate Governance : Voting Rights and Majority Rules », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 203-236.
- Hauser M. et Lauterbach (2000), « The Value of Voting Rights to Majority Shareholders : Evidence from Dual Class Stock Unifications », Working Paper, Israel Securities Authorities.
- Holderness C.G. et Sheehan D.P. (1988), « The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations : An Exploratory Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 317-346.
- Holmström B. et Tirole J. (1993), « Market Liquidity and Performance Monitoring », *Journal of Political Economy*, vol. 101 n° 4, p. 678-709.
- Horner M. (1988), « The Value of the Corporate Voting Rights : Evidence from Switzerland », *Journal of Banking and Finance*, vol. 12, n° 1, p. 69-83.

- Huddart S. (1993), « The Effect of Large Shareholders on Corporate Value », *Management science*, vol. 39, p. 1407-1421.
- Husson B. (1987), « The Wealth Effect of Corporate Takeovers. An Empirical Investigation of a French Sample of Cash Tender Offers, Exchange Tender Offers and Controlling Block Trades », Cahier de recherche HEC, n° 301.
- Husson B., Jacquillat B. et Schintowski P. (1987), « La valeur d'un droit de vote : une étude empirique des certificats d'investissement », Cahier de recherche HEC, n° 30.
- Jarrel G., Brickley J. et Netter J. (1988), « The Market for Corporate Control : The Empirical Evidence since 1980 », *Journal of Economic Perspectives*, Winter 1988, p. 49-68.
- Jeanjean T. (2000), « Incitations et contraintes à la gestion du résultat », Communication, Congrès de l'Association Française de Comptabilité.
- Jeanjean T. (2001), « Contribution à l'analyse de la gestion du résultat des sociétés cotées », Communication, Congrès de l'Association Française de Comptabilité.
- Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), « Theory of The Firm : Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, October, p. 305-360.
- Johnson S., Boone P., Breach A., Friedman E (2000), « Corporate Governance in Asian Financial Crisis », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, p. 141-186.
- Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer A. (2000), « Tunneling », NBER, Working Paper 7523.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1996), « Trust In Large Organisations », NBER Working Paper 5864.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1997), « Legal Determinants Of External Finance », *The Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, p. 1131-1150.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1998), « Law And Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, p. 1113-1155.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (2000), « Agency Problem and Dividend Policies », *Journal of Finance*, vol. 55, p. 1-33.
- Labarde P. et Maris B. (2000), *La bourse ou la vie*, Albin Michel.

- Lease R.C., McConnell J.J. et Mikkelson W.H. (1983), « The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, p. 439-471.
- Lease R.C., McConnell J.J. et Mikkelson W.H. (1984), « The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations », *Journal of Business*, vol. 57, n° 4, p. 443-467.
- Levy H. (1983), « Economic Evaluation of Voting Power of Common Stock », *Journal of Finance*, vol. 38, n° 1, p. 79-93.
- Lins K. (2000), « Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets », Working Paper, University of Utah.
- Lins K. et Servaes H. (2000), « Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Market ? », Working Paper, University of Utah.
- Mikkelson W. et Regossa H. (1991), « Premiums Paid in Block Transactions », *Managerial and Decision Economics*, vol. 12, p. 511-517.
- Mitton T. (2002), « A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis », *Journal of Financial Economics*, à paraître.
- Modigliani F. et Perotti E. (2000), « Security versus Bank Finance : The Importance of a Proper Enforcement of Legal Rules », MIT Working Paper.
- Muss C. (1998), « Non-Voting Shares in France : An Empirical Analysis of The Voting Premium », Working Paper, Université de Francfort.
- Nenova T. (2000), « The Value of Corporate Votes and Control Benefits : A Cross Country Analysis », *Journal of Financial Economics*.
- Nicodano G. et Sembenelli A. (2000), « Private Benefits, Block Transaction Premiums and Ownership Structure », Working Paper, Université de Turin.
- Nussebaum M. (1997), « Valeur de l'entreprise et structure de l'actionariat », in Y. Simon, *Encyclopédie des Marchés Financiers*, Economica, p. 2030-2044.
- Nussebaum M. (1998), « Prime de contrôle, décote de minorité et d'illiquidité », *JCP Édition entreprise*, p. 15-34.
- Pagano M. et Volpin P. (2000), « The Political Economy of Corporate Governance », Working Paper, London Business School.
- Parrat F. (2000), « Gouvernement d'entreprise et stratégies d'enracinement des dirigeants : étude sur la capacité des dirigeants français à obtenir de nouveaux mandats de PDG et d'administrateurs », Thèse de doctorat HEC.

- Roe M. (2001), « The Quality of Law Arguments and its Limits », Working Paper, Columbia University.
- Rydqvist K. (1987), « Empirical Investigation of The Vote Premium », Working Paper, Northwestern University.
- Scharfstein D. et Stein J. (2000), « The Dark Side of Internal Capital Market : Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment », *Journal of Finance*, vol. 55, p. 2537-2564.
- Schipper K. (1989), « Commentary on Earnings Management », *Accounting Horizons*, vol. 3, n° 4, December, p. 91-102
- Schmidt (1999), *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, Éditions Joly.
- Shleifer A. et Vishny R. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, p. 737-783.
- Smith B. et Amoako-Adu B. (1995), « Relative Prices of Dual Class Shares », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 30, p. 223-239.
- Song M.H. et Walking R. (1993), « The Impact of Managerial Ownership on Acquisition Attempts and Target Shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 28, p. 439-457.
- Stein J. (1997), « Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources », *Journal of Finance*, vol. 52, p. 111-133.
- Stulz R.M. (1988), « Managerial Control of Voting Rights : Financing Policies and the Market for Corporate Control », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 25-54.
- Thauvron A. (2000), « La manipulation du résultat comptable avant une offre publique », Cahier de recherche, Institut de Recherche en Gestion – Université Paris XII.
- Wolfenzon L. (1998), « A Theory of Pyramidal Ownership », Working Paper, Harvard University.
- Wruck K.H. (1989), « Equity Ownership Concentration and Firm Value : Evidence from Private Equity Financing », *Journal of Financial Economics*, vol. 23, p. 3-28.
- Zingales L. (1994), « The Value of a Voting Right : A Study of the Milan Stock Exchange Experience », *Review of Financial Studies*, vol. 7, p. 125-148.
- Zingales L. (1995a), « What Determines the Value of Corporate Votes ? », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, p. 1047-1073.
- Zingales L. (1995b), « Insider Ownership and the Decision to Go Public », *Review of Economic Studies*, vol. 62, p. 425-448.

Zingales L. (2000), « Les petits privilèges du contrôle majoritaire », L'art de la finance, Éditions Les Échos, disponible sur www.lesechos.fr.