

Concentration des droits de propriété, séparation entre participation au capital et contrôle des votes et performance opérationnelle des sociétés : une étude canadienne*

Yves BOZEC

Claude LAURIN

HEC Montréal, Canada

Classification JEL : G39

Correspondance :

HEC Montréal

3000 Chemin de la Côte-Ste-Catherine

Montréal, Québec H3T 2A7, Canada

E-mail : yves.bozec@hec.ca ; claude.laurin@hec.ca

Résumé : La relation qui existe entre la concentration des droits de vote et la performance des sociétés canadiennes est non monotone, reflétant à la fois les avantages et les inconvénients de la concentration des droits de propriété. Dans certaines circonstances, la séparation des droits de vote de la participation au capital semble nuire à la performance des sociétés canadiennes

Mots clés : concentration du capital – droits de vote – performance des firmes.

Abstract : Tests on whether ownership concentration has an impact on the performance of Canadian firms reveal that the relationship between concentration and performance is not monotonous, thereby reflecting the pros and cons of concentrated ownership. Moreover, a significantly large separation of cash-flow rights and control rights is likely to negatively affect firm performance in Canada.

Key words : capital concentration – voting rights – firm performance.

* Cette recherche a bénéficié du soutien de l'Alliance de recherche en gouvernance et juricomptabilité subventionnée dans le cadre du Programme de l'Initiative de la nouvelle économie du Conseil de recherches en sciences humaines du Canada (CRSH). Nous aimerions remercier Paul André, Réal Labelle, Alain Schatt ainsi que les participants au colloque intitulé « Gouvernement d'Entreprise et Nouvelle Economie » tenu à la Faculté Warocqué de l'Université de Mons, Belgique. Nous remercions également les deux réviseurs anonymes pour leurs commentaires pertinents.

Depuis les travaux de Berle et Means (1932), l'étude du lien entre la performance des sociétés ouvertes¹ et la structure de leur actionnariat a suscité l'intérêt de nombreux chercheurs. Une forte majorité des études provient toutefois des États-Unis, là où le capital des sociétés est généralement dispersé sur un grand nombre d'actionnaires (Rao et Lee-Sing, 1995). Or, une étude récente de La Porta et *al.* (1999) a démontré que le phénomène de la dispersion du capital est spécifique aux États-Unis et que la situation qui prévaut dans la plupart des pays à travers le monde est bien différente². En effet, dans le reste du monde, l'actionnariat des grandes sociétés ouvertes est habituellement concentré dans les mains d'actionnaires dominants, ces derniers détenant parfois un pourcentage élevé des votes. De plus, le contrôle des droits de vote exercé par ces actionnaires est souvent supérieur à leur part dans le capital des sociétés, phénomène que l'on désigne par la séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes.

D'un point de vue théorique, la concentration de la propriété peut avoir un impact complexe sur la performance. Cet impact peut être positif si on pose l'hypothèse que la concentration de la propriété provoque une convergence des intérêts des dirigeants avec ceux du reste des actionnaires (Jensen et Meckling, 1976 ; Shleifer et Vishny, 1986). D'une part, on peut penser que lorsque la propriété se concentre entre les mains des dirigeants, ces derniers sont moins enclins à prendre des décisions qui auront des effets négatifs sur la valeur boursière des actions puisque la part des coûts qu'ils absorberont, en tant qu'actionnaires, augmente de manière correspondante avec leur part du capital (Jensen et Meckling, 1976). D'autre part, la concentration de la propriété dans les mains d'un actionnaire externe facilite la surveillance des dirigeants dans la mesure où les détenteurs d'un bloc important d'actions sont non seulement incités économiquement à veiller au respect de leurs intérêts mais possèdent également les ressources et le pouvoir de se faire entendre (Burkart et *al.*, 1997).

En dépit de ces avantages, la concentration de la propriété peut avoir un impact négatif sur la performance en augmentant les coûts associés à l'enracinement des dirigeants (Morck et *al.*, 1988 ; Stulz, 1988). Lorsque la propriété est concentrée entre les mains des diri-

¹ Par sociétés ouvertes, nous entendons les sociétés par actions se finançant sur les marchés boursiers.

² Au total, 27 des pays les plus riches ont été examinés, provenant notamment des continents américain, européen et asiatique.

geants, il devient parfois difficile de les évincer même si leur performance est jugée insatisfaisante. Non seulement ils finissent souvent par dominer les assemblées des actionnaires et indirectement, l'ensemble des décisions prises par la société (Daniels et Halpern, 1996), mais ils peuvent aussi bloquer toute tentative de prise de contrôle hostile (Stulz, 1988). La concentration de la propriété entre les mains d'actionnaires externes comporte également des coûts. Les détenteurs externes de blocs importants d'actions représentent souvent leurs propres intérêts, lesquels ne coïncident pas forcément avec les intérêts des autres actionnaires (Shleifer et Vishny, 1997). Le pouvoir qu'ils détiennent leur permet d'imposer leurs préférences même si celles-ci sont contraires aux intérêts des autres actionnaires (Holderness et Sheehan, 1998). Dans ces circonstances, les dirigeants peuvent favoriser les attentes de l'actionnaire dominant au détriment de celles des petits investisseurs.

La séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes peut également influencer négativement la performance des sociétés. Même si cette séparation peut permettre à des entrepreneurs talentueux de financer la croissance des sociétés qu'ils ont fondées, l'écart qu'ils engendrent entre la propriété du capital et le contrôle des votes peut devenir une source importante de conflits entre l'actionnaire dominant et le reste des actionnaires (La Porta et *al.*, 1999). En outre, les sociétés caractérisées par une séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes s'exposent encore plus aux problèmes d'encadrement observés chez les sociétés à capital dispersé ou les sociétés à capital concentré (Bebchuck et *al.*, 1999). Lorsqu'il y a concentration des droits de vote et dispersion du capital, l'actionnaire dominant peut bénéficier des avantages de l'enracinement et éviter de supporter une part importante du coût de ses décisions, ce dernier étant réparti sur l'ensemble des titres de participation au capital de la société. Dans ce contexte, la séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes peut exacerber les coûts associés à l'enracinement³.

³ L'expropriation des actionnaires par l'actionnaire enraciné peut alors prendre plusieurs formes, en passant par son incrustation au pouvoir alors qu'il ne contribue plus à faire croître la valeur de la société, par la nomination des membres de sa famille pour occuper des postes-clés dans la société même s'ils ne sont pas les plus compétents, jusqu'au détournement de la richesse de la société contrôlée vers des sociétés dont il est le propriétaire (Shleifer et Vishny, 1997 ; La Porta et *al.*, 1998).

Étant donné la forte proportion d'études empiriques américaines portant sur la structure de propriété, l'impact sur la performance de la concentration de la propriété et du phénomène de la séparation capital/contrôle des votes n'a été que très peu testé (Claessens et *al.*, 2001). Afin de contribuer à cette littérature, nous avons choisi d'étudier les sociétés ouvertes canadiennes. Comparativement aux États-Unis, les sociétés ouvertes canadiennes se caractérisent par un actionnariat plus concentré (Rao et Lee-Sing, 1995) et par une séparation de la propriété du capital et du contrôle des droits de vote (Attig et *al.*, 2002 ; Morck et *al.*, 1998). Malgré les différences dans la structure de propriété des sociétés, les deux pays ont plusieurs points communs, dont notamment le fait d'offrir un cadre juridique et réglementaire des plus efficaces pour assurer la protection des investisseurs, actionnaires ou créanciers (La Porta et *al.*, 1998). Le contexte canadien permet donc de tester l'incidence de la structure de l'actionnariat sur la performance des sociétés ouvertes dans un environnement institutionnel où les risques d'expropriation des petits actionnaires sont relativement plus restreints qu'en Europe continentale ou en Asie.

Nos diverses analyses ont porté sur un échantillon composé des 487 plus grandes sociétés canadiennes inscrites en bourse. Nous constatons que la concentration de la propriété se traduit généralement par de meilleures performances. Dans le cas des sociétés où le contrôle des votes exercé par le véritable actionnaire principal n'est pas équivalent à sa part du capital, nous observons que les effets de convergence des intérêts dominant, peu importe le seuil de détention, mais que ces effets positifs sur la performance sont plus modestes lorsque l'actionnaire dominant contrôle la société avec une part du capital inférieure à 25 %. Par ailleurs, nous avons mis en évidence une relation négative entre la performance des sociétés canadiennes étudiées et leur niveau de séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes lorsque l'actionnaire dominant exerce le contrôle de la société avec une faible participation au capital.

Cette étude est organisée de la manière suivante. La première section traite des travaux théoriques et empiriques portant sur le lien existant entre la performance des sociétés et la structure de l'actionnariat. Les hypothèses de recherche de même que la méthode sont présentées dans la deuxième section. La troisième section se compose de l'analyse des résultats.

1. Structure de l'actionariat et performance

Les effets attendus de la concentration de la propriété sur la performance sont ambigus, reflétant l'incidence nette des avantages et des coûts. Cette ambiguïté est par ailleurs confirmée empiriquement, car les études concluent, le plus souvent, à une relation de forme curviligne ou linéaire non monotone entre la performance des sociétés et la concentration de la propriété⁴. Par exemple, Morck et *al.* (1988) constatent que la performance des sociétés américaines augmente lorsque que le pourcentage des actions détenu par les administrateurs passe de zéro à 5 %, diminue lorsque la propriété se concentre à l'intérieur de l'intervalle 5-25 %, puis augmente à nouveau dès que les administrateurs contrôlent plus de 25 % du capital. Ces résultats suggèrent une domination des effets de convergence des intérêts sur les effets d'enracinement dans les situations où l'enracinement est encore hors de portée des actionnaires, soit à un seuil très faible de concentration de la propriété (moins de 5 %) ou encore lorsque leur part des coûts en tant qu'actionnaires devient suffisamment importante, soit à un seuil de détention de plus de 25 %. En revanche, les effets négatifs de l'enracinement dominent lorsque les actionnaires sont en mesure de s'enraciner sans pour autant absorber une part importante des coûts, soit lorsque le capital détenu se situe entre 5 % et 25 %⁵.

Les différents impacts de la séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes ont été moins étudiés, principalement parce qu'en vertu des lois américaines, ce phénomène est quasi absent aux États-Unis. Au Canada, un actionnaire peut toutefois détenir le plein contrôle d'une société inscrite en bourse, parfois même de plusieurs, avec une part relativement modeste dans le capital-actions (Morck et *al.*, 1998). À l'exception de certains pays, cette situation est fréquente à travers le monde (La Porta et *al.*, 1999). Deux mécanismes principaux permettent de séparer la propriété du capital du contrôle des

⁴ Voir entre autres Morck et *al.* (1988), McConnell et Servaes (1990), Hermalin et Weisbach (1991), Chen et *al.* (1993), Cho (1998) et Holderness et *al.* (1999) pour les sociétés américaines, Charreaux (1997), Short et Keasey (1999) et Faccio et Lasfer (1999) pour les sociétés européennes ou encore, Amoako-Adu et Smith (1995) pour les sociétés canadiennes.

⁵ Soulignons qu'il n'existe toujours pas de consensus parmi les chercheurs sur la forme précise de la relation propriété-performance, les seuils précis de détention varient d'une étude à l'autre.

droits de vote : les actions à droits de vote multiples ou restreints et le contrôle pyramidal.

L'émission d'actions à droits de vote multiples ou restreints permet aux sociétés à propriété concentrée de saisir des opportunités sans que l'actionnaire dominant en perde le contrôle. Les sociétés ouvertes canadiennes peuvent émettre des actions ordinaires à droits de vote multiples ou restreints qui confèrent à leurs détenteurs un nombre élevé de votes ou bien aucun vote. C'est le cas, notamment, de grandes sociétés canadiennes comme Bombardier, Quebecor, Vidéotron ou le Groupe Jean Coutu. À titre d'exemple, le capital-actions ordinaires de la société Bombardier comporte deux classes d'actions, soit les actions de catégorie A, conférant à son détenteur dix droits de vote par action et les actions de catégorie B, conférant un droit de vote par action. En date du 15 avril 1998, la famille Bombardier, actionnaire principal de la société Bombardier, détenait le plein contrôle de la société avec plus de 63 % des droits de vote alors que sa participation au capital s'élevait à un peu moins de 22 %.

Le contrôle pyramidal conduit aussi à une séparation de la propriété du capital du contrôle des droits de vote (Bebchuk et al., 1999). Dans une structure pyramidale, l'actionnaire dominant exerce le contrôle d'une société par l'intermédiaire d'autres sociétés qu'il contrôle également. L'actionnaire dominant peut donc exercer le contrôle d'une multitude de sociétés avec une participation relativement faible dans le capital de ces sociétés. Plus il y a d'intermédiaires entre le véritable actionnaire dominant et la société contrôlée située au bas de la pyramide, plus la part du capital que détient indirectement cet actionnaire est diluée, se rapprochant éventuellement de zéro. Au Canada, des sociétés telles que Loblaw, le groupe TVA, les imprimeries Quebecor et la papetière Donohue font partie intégrante d'une structure pyramidale.

Outre les bienfaits présumés sur la croissance des sociétés à propriété concentrée, la séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes peut néanmoins exposer la société à de sérieux problèmes d'encadrement (Grossman et Hart, 1988 ; Harris et Raviv, 1988). En reprenant l'exemple de la société Bombardier, la séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes est telle que chaque fois que la valeur de la société fluctue de 1 dollar, la famille Bombardier n'en reçoit que 22 cents. Les décisions visant à soutirer des avantages personnels peuvent apparaître plus alléchantes pour la famille

Bombardier par rapport à une situation où elle contrôlerait 63 % des votes et supporterait 63 % des conséquences financières de ces décisions.

S'il semble clair que la concentration des votes dans les mains d'un actionnaire dominant affaiblit le rôle disciplinaire joué par les divers mécanismes de gouvernance, plusieurs chercheurs (Megginson, 2000 ; La Porta et *al.*, 1999, 1997 ; Shleifer et Vishny, 1997) évoquent néanmoins la présence de mécanismes juridiques et réglementaires visant à atténuer ces risques d'expropriation. En outre, MacIntosh et Schwartz (1995) font valoir qu'au Canada, la loi accorde des pouvoirs importants aux actionnaires minoritaires. Par exemple, la *Loi régissant les sociétés par actions de régime fédéral (LRSARF)* exige que les changements fondamentaux qui surviennent au cours de l'existence d'une société, notamment les fusions, les acquisitions, les impartitions ou certaines modifications apportées aux statuts de la société, soient approuvés par résolution spéciale, ce qui nécessite l'approbation d'une majorité des deux-tiers des actionnaires participant au vote. De plus, lorsque les actionnaires minoritaires estiment que leurs droits ou intérêts ont été bafoués, ils bénéficient, en dernier recours, de la possibilité de poursuivre en justice la société et/ou ses administrateurs, ses dirigeants ou même l'actionnaire dominant.

Sur le plan de la réglementation, la Commission des valeurs mobilières des diverses provinces canadiennes renforce également les protections accordées aux investisseurs. À titre d'exemple, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario exige que toute transaction importante entre personnes apparentées⁶ soit soumise à l'approbation de la majorité des actionnaires minoritaires. Par ailleurs, suite à la parution du rapport Dey (1994) sur la gouvernance d'entreprise au Canada, les sociétés inscrites à la bourse de Toronto sont tenues de divulguer, soit dans le corps même des états financiers ou dans la circulaire de la direction, un rapport sur leurs pratiques de gouvernance. Ce rapport doit également indiquer dans quelle mesure les pratiques adoptées par la société sont conformes à celles recommandées par la bourse de Toronto. Bref, toutes ces mesures réglementaires visent à rendre plus transparente la gouvernance des sociétés et à faciliter du même coup la prise de décision de l'ensemble des investisseurs.

⁶ Définies dans la politique 9.1 de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario comme étant les transactions impliquant la société et ses administrateurs, ses dirigeants et ses actionnaires dominants.

Du point de vue empirique, les études confirment indirectement le rôle déterminant du contexte juridique et réglementaire entourant la gouvernance des sociétés. Par exemple, les études de Claessens et *al.* (1999, 2001) rapportent que la séparation capital/votes se traduit par des effets négatifs sur la performance des sociétés ouvertes en Asie, contexte où le système de gouvernance et, plus particulièrement, les protections accordées aux investisseurs sont jugées peu efficaces (La Porta et *al.*, 1999). De tels effets ne sont pas observés dans un contexte institutionnel permettant d'atténuer plus facilement les risques d'expropriation. Tout en reprenant la même méthodologie que les études de Claessens et *al.* (1999, 2001), Faccio et Lang (1999) n'ont décelé aucune relation linéaire significative entre la performance des 3 740 sociétés ouvertes européennes et le niveau de séparation capital/votes. Cronqvist et Nilsson (2002) font le même constat sur un échantillon composé de sociétés suédoises.

Bien que ces résultats empiriques tendent à démontrer que les mécanismes de séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes ne devraient pas accentuer de manière significative les risques d'expropriation au Canada, la question demeure toujours ouverte d'autant plus qu'elle n'a fait l'objet, à notre connaissance, d'aucun test empirique.

2. Hypothèses et méthode de recherche

2.1. Hypothèses de recherche

La première hypothèse de recherche que nous testons porte sur le lien existant entre la concentration des droits de propriété et la performance des sociétés ouvertes canadiennes. Tant la théorie que les évidences empiriques indiquent que la concentration de la propriété comporte des avantages sur le plan de la performance, mais également des coûts. Les avantages sont issus d'une plus grande convergence des intérêts alors que les coûts reposent notamment sur l'enracinement. Ces deux effets opposés se manifestent simultanément, rendant toute prédiction sur la forme précise du rapport entre la performance des sociétés et la concentration de la propriété difficile à établir. En nous inspirant des travaux de Morck et *al.* (1988), notre hypothèse de recherche H_1 prévoit une relation de nature linéaire non

monotone. Plus précisément, cette première hypothèse est formulée de la façon suivante :

H₁ : Il existe une relation linéaire non monotone entre le pourcentage des droits de vote détenu par le véritable actionnaire principal et la performance des sociétés ouvertes canadiennes.

Notre seconde hypothèse de recherche vise à vérifier si la séparation entre la participation au capital et le contrôle des droits de vote a pour effet d'accentuer les risques d'expropriation de la richesse des actionnaires minoritaires au Canada. La seconde hypothèse de recherche se décompose en deux parties. Dans la première partie (H_{2a}), nous testons s'il existe une relation linéaire négative entre la performance des sociétés et le degré de séparation entre la participation au capital et le contrôle des votes⁷. Étant donné la qualité des mécanismes juridiques et réglementaires de gouvernance au Canada, nous nous attendons à ce que le degré de séparation capital/vote n'ait pas d'impact significatif sur la performance, conformément à ce qui est observé dans plusieurs pays européens (Faccio et Lang, 1999 ; Cronqvist et Nilsson, 2002). L'hypothèse H_{2a} se lit comme suit :

H_{2a} : La séparation entre la participation au capital et le contrôle des droits de vote n'a pas en moyenne d'effet négatif sur la performance des sociétés canadiennes.

Dans la seconde partie de l'hypothèse 2 (H_{2b}), nous tentons de vérifier dans quelle mesure l'impact de la séparation capital/vote sur la performance est conditionné par 1) la capacité de l'actionnaire dominant à exproprier et 2) son incitation à exproprier. Dans le contexte américain, où le phénomène de séparation capital/votes est absent et où les protections accordées aux investisseurs sont jugées de bonne qualité, les résultats empiriques démontrent que l'actionnaire enraciné s'approprie de la richesse aux dépens du reste des actionnaires lorsqu'il possède suffisamment de pouvoir pour s'enraciner sans pour autant absorber une part significative des coûts. Morck et *al.* (1988), par exemple, ont trouvé que la spoliation est plus prononcée lorsque les administrateurs contrôlent au moins 5 % des votes mais moins de 25 % du capital. Ces résultats suggèrent que la capacité

⁷ Cette hypothèse a également été testée par Claessens et *al.* (1999, 2001), Faccio et Lang (1999) et Cronqvist et Nilsson (2002).

d'expropriation est positivement liée au niveau de contrôle des votes exercé par l'actionnaire principal. L'incitation à exproprier est, quant à elle, liée négativement au pourcentage du capital détenu par l'actionnaire dominant.

En nous inspirant des résultats empiriques passés, nous posons l'hypothèse que si le degré de séparation capital/votes a pour effet d'accentuer les coûts associés à l'enracinement, son incidence négative sur la performance des sociétés canadiennes devrait être plus prononcée lorsque le véritable actionnaire principal contrôle au moins 5 % des votes tout en ne détenant qu'une participation de 25 % ou moins du capital. Nous faisons l'hypothèse que dans cet intervalle de concentration des droits de propriété, plus l'écart entre la part du capital détenu par l'actionnaire dominant s'écarte de son contrôle des votes, plus la performance des sociétés en est affectée négativement. L'hypothèse H_{2b} se lit comme suit :

H2b : La séparation entre la participation au capital et le contrôle des droits de vote se traduit en moyenne par des effets négatifs sur la performance des sociétés canadiennes lorsque le véritable actionnaire principal contrôle plus de 5 % des votes mais moins de 25 % du capital.

Nos hypothèses de recherche sont testées à l'aide d'analyses de régression linéaire effectuées selon une approche dite en *coupe transversale*. Cette approche consiste à vérifier si les écarts de performance observés entre les sociétés, à une date précise, s'expliquent à partir des différences observées dans la structure de propriété des sociétés. Ainsi, la relation entre la performance des sociétés et la propriété est étudiée selon le cadre d'analyse suivant :

$$\text{Performance}_{t_1} = f(\text{Caractéristiques de la propriété}_{t_0}; \text{Autres variables})$$

Soulignons que nous établissons un rapport entre la structure de propriété au début de l'exercice financier des sociétés (t_0) et leurs performances à la fin de la période étudiée (t_1), selon l'indicateur choisi.

2.2. Définition des variables

2.2.1. Les variables de performance

Alors que les études américaines les plus récentes privilégient le Q de Tobin pour mesurer la performance, nous avons opté pour des indicateurs calculés à partir de données comptables et, dans une moindre mesure, de données boursières, conformément à la plupart des études canadiennes et européennes (Claessens et al., 2001 ; Short et Keasey, 1999 ; MacIntosh et Schwartz, 1995). Ainsi, par souci de comparaison de nos résultats avec ceux des études précédentes, la performance des sociétés est estimée à l'aide de deux indicateurs comptables, soit la rentabilité du capital investi (RCI) et la rentabilité des actifs (ROA) et d'un indicateur financier, la valeur marchande des actions sur leur valeur comptable (VMAVC). Ce dernier indicateur est en fait une approximation du Q de Tobin⁸.

Tous extraits de la base de données *Stockguide*, ces trois indicateurs se définissent de la manière suivante. Le RCI représente le bénéfice avant impôts et intérêts (BAII) sur la somme des capitaux propres et de la dette à long terme. Le ROA se mesure par le ratio du bénéfice net sur le total des actifs. Ces deux indicateurs comptables mesurent la rentabilité obtenue par l'ensemble des bailleurs de fonds de la société. Contrairement au ROA, le RCI exclut l'incidence de la structure financière de la société, les frais financiers étant éliminés du calcul du bénéfice. Enfin, la VMAVC représente le prix de clôture de l'action sur sa valeur comptable, soit la richesse des actionnaires ordinaires divisée par le nombre d'actions en circulation. Cet indicateur mesure la performance des sociétés du point de vue des actionnaires et, contrairement aux deux indicateurs comptables précédents, il est estimé en début d'exercice financier plutôt qu'à la fin.

2.2.2. Les variables de propriété

Les principales variables représentant la structure de propriété sont le contrôle des votes du véritable actionnaire principal, sa part dans le capital ainsi que le niveau de séparation entre sa propriété du capital et son contrôle des votes⁹. Le contrôle des droits de vote (C) représente le pourcentage des droits de votes détenu directement et/ou indi-

⁸ La valeur de remplacement des actifs nécessaire au calcul du Q de Tobin n'est pas disponible.

⁹ La procédure suivie pour déterminer ces trois variables de propriété est identique à la procédure initiée par La Porta et al. (1999) puis reprise par Claessens et al. (1999), Faccio et Lang (1999), Claessens et al. (1999, 2001) et Attig et al. (2002).

rectement par le véritable actionnaire principal. Lorsque la société est contrôlée par le biais d'une structure pyramidale, cela implique d'identifier le principal actionnaire tout en haut de la pyramide. Dans ce cas, le contrôle des droits de vote exercé par le véritable actionnaire est égal au pourcentage le moins élevé du contrôle des droits de vote exercé dans les sociétés faisant partie de la chaîne pyramidale.

La propriété du capital (P) représente les droits résiduels du véritable actionnaire principal sur les flux monétaires générés par la société qu'il contrôle. Cette variable se mesure par le pourcentage de la valeur comptable du capital-actions ordinaire détenu par le véritable actionnaire principal. En l'absence d'actions comportant des droits de votes multiples ou restreints, la part du capital équivaut au pourcentage des droits de votes contrôlés par l'actionnaire principal ($P=C$). Quand le capital-actions d'une société comprend plusieurs catégories d'actions ordinaires, la part directe d'un actionnaire dans ce capital correspond au pourcentage des actions détenues dans chacune des catégories d'actions ordinaires, le tout pondéré selon leur valeur comptable. Enfin, lorsque la société est contrôlée par le biais d'une structure pyramidale, la part indirecte du véritable actionnaire principal dans cette société représente la multiplication des parts directes dans le capital de chacune des sociétés de la chaîne pyramidale.

Le niveau de séparation entre la propriété du capital et le contrôle des droits de vote (Sep) se calcule à l'aide du ratio P/C, soit la part du capital détenue par le véritable actionnaire principal sur son contrôle des votes. Un ratio équivalant à 1 signifie qu'il n'y a aucune séparation entre la propriété du capital et le contrôle des votes. Plus le résultat de ce ratio se rapproche de zéro, plus la propriété du capital est séparée du contrôle des droits de votes.

Outre ces principales variables de propriété, nous retrouvons dans les diverses analyses trois autres variables liées à la propriété. La variable intitulée *Seul* est une variable auxiliaire permettant de distinguer les sociétés dont le véritable actionnaire principal constitue le seul actionnaire important¹⁰. Cette variable sera codée 1 s'il n'y a pas d'autre actionnaire important, 0 dans le cas contraire. La seconde variable auxiliaire, *Interne*, permet d'identifier les sociétés où l'actionnaire principal occupe un poste de direction dans la société

¹⁰ Suivant l'étude de Faccio et Lang (1999), le véritable actionnaire principal sera considéré seul lorsqu'il n'y a aucun autre détenteur d'un bloc d'actions conférant au moins 10 % des votes.

qu'il contrôle¹¹ et les sociétés où il siège au conseil d'administration. Pour les sociétés où l'une de ces deux conditions est satisfaite, cette variable prendra la valeur 1, sinon 0. Une corrélation négative est attendue entre la performance des sociétés et ces deux variables auxiliaires dans la mesure où le pouvoir du véritable actionnaire semble renforcé lorsque ce dernier occupe des fonctions internes ou lorsqu'il n'y a aucun autre actionnaire important pour lui faire contrepoids (Morck et al., 1988).

Enfin, la variable *Identité*, se décompose en deux variables auxiliaires, *Individu* et *Institution*. *Individu* est codifiée 1 si la société est contrôlée par un individu ou les membres d'une famille, 0 dans les autres cas. *Institution* est codifiée 1 si la société est contrôlée par une institution financière (banque, fonds mutuels, compagnie d'assurance, caisse de retraite), sinon 0. L'introduction de ces variables auxiliaires permet de distinguer les sociétés contrôlées, soit par un individu ou les membres d'une famille, soit par une institution financière.

Aussi bien l'argumentation théorique que les évidences empiriques ne permettent pas de prévoir de manière claire l'impact du type d'investisseurs sur la performance des sociétés canadiennes. Dans le cas des investisseurs institutionnels, certains chercheurs soutiennent qu'ils possèdent les ressources, l'influence et les compétences pour assurer une surveillance adéquate des dirigeants, ce qui permettrait de réduire les problèmes d'opportunisme managérial (MacIntosh, 1994 ; Black, 1990). D'autres soutiennent plutôt que cette capacité de surveillance des dirigeants est limitée, étant donné l'étendue des portefeuilles gérés par les institutions (MacIntosh et Schwartz, 1995), les risques de cooptation découlant des relations d'affaires (placements, prêts commerciaux) ou, encore, les problèmes d'encadrement internes auxquels elles sont elles-mêmes sujettes (Patry et Poitevin, 1995). L'étude de McConnell et Servaes (1990) conclut à un rôle positif des investisseurs institutionnels aux États-Unis alors que Short et Keasey (1999) n'observent aucun résultat concluant pour le Royaume-Uni.

Quant aux individus ou familles, la littérature découlant de la théorie de l'agence suggère une incidence positive sur la performance étant donné qu'ils gèrent leur propre argent plutôt que celui d'autrui (Jensen et Meckling, 1976). D'autres prétendent que l'incidence positive sur la performance dépend de leurs compétences à gérer la société-

¹¹ Par définition, une société est contrôlée lorsque le véritable actionnaire principal détient au moins 5 % des votes.

té, ce qui ne semble pas toujours le cas en particulier lorsque le contrôle est passé du fondateur de la société aux générations futures ou lorsque le fondateur s'incruste au pouvoir (Morck et Stangland, 1994 ; Morck et *al.*, 1988).

2.2.3. Les variables de contrôle

Conformément aux études antérieures, nous avons ajouté des variables additionnelles dans le but de contrôler certains facteurs susceptibles d'influencer la performance des sociétés. On retrouve les variables de contrôle suivantes : la taille, le secteur industriel, la dette, l'âge de la société et, enfin, les dépenses en recherche et développement.

L'introduction de la taille des sociétés, calculée en fonction du logarithme du total des actifs¹², permet de contrôler ses effets positifs reconnus sur la performance. Le secteur d'activité dans lequel opèrent les sociétés constitue aussi un facteur important à contrôler (Demsetz et Lehn, 1985 ; Rao et Lee-Sing, 1995). Non seulement les sociétés de différents secteurs diffèrent par les rentabilités qu'elles génèrent, mais des différences importantes apparaissent dans leur structure de propriété. En vue d'éviter ces biais éventuels, nous avons formé 23 variables auxiliaires « Secteur » à partir des 41 secteurs d'activité identifiés dans la base de données *Stockguide*.

La dette, calculée généralement à partir du ratio de la dette à long terme sur les actifs, est introduite pour contrôler plusieurs facteurs, certains positifs, d'autres négatifs¹³. Puisque les études antérieures constatent une incidence nette négative, nous nous attendons également à observer une corrélation négative avec la performance. Conformément aux études de Morck et *al.* (1988) ou McConnell et

¹² Cette procédure a été suivie notamment par Amoako-Adu et Smith (1995) et Claessens et *al.* (2001).

¹³ La dette joue un rôle positif notamment sur le plan du contrôle des dirigeants (Stiglitz, 1985), des économies d'impôts dues à la déduction des frais financiers, des signaux envoyés aux marchés des capitaux quant à la qualité de la gestion de l'entreprise (Leland et Pyle, 1977) ou de la réduction des surplus de flux monétaires pouvant être utilisés à la discrétion des dirigeants (Jensen, 1986). Quant au rôle négatif, on note que la dette entraîne des frais financiers lesquels réduisent le bénéfice net des sociétés (Short et Keasey, 1999), les liquidités destinées au remboursement de la dette privent parfois les dirigeants d'investir dans des projets rentables pour l'entreprise ou encore, les restrictions imposées dans les contrats de dettes limitent le champ d'action des dirigeants (Stulz, 1990 ; McConnell et Servaes, 1995).

Servaes (1990), les effets des dépenses en recherche et développement sont contrôlés. Cette variable, introduite lorsque la performance est estimée à l'aide de la VMAVC, est calculée à partir du ratio des dépenses en R&D sur la taille des actifs de la société. Dans ce cas, les frais de recherche et développement traduisent une certaine qualité des actifs intangibles de la société et sont associés aux perspectives futures de croissance. En outre, une corrélation positive est attendue entre cette variable et la VMAVC des sociétés canadiennes.

Enfin, la dernière variable de contrôle fait référence à l'âge des sociétés. Cette variable peut être associée à de meilleures performances dans la mesure où les sociétés plus âgées se caractérisent par une plus grande diffusion d'informations, des titres plus liquides, ou encore se caractérisent par une diversification plus importante de leurs activités, ce qui contribue à réduire leur risque d'exploitation (Claessens et al., 2001). En revanche, les sociétés plus âgées présentent souvent de moins bonnes perspectives de croissance par rapport à de jeunes sociétés dirigées par des entrepreneurs dynamiques et talentueux (Morck et Stangeland, 1994). En vue de contrôler ces effets, deux variables auxiliaires ont été formées. La première, *Age5*, prendra la valeur 1 si la société est en affaires depuis au moins cinq ans, 0 dans le cas contraire. La seconde variable, *Age10*, sera codée 1 si la société existe depuis au moins 10 ans, sinon 0.

2.3. La collecte des données

À partir de la base de données *Stockguide*, version mai 2000, nous avons sélectionné toutes les sociétés cotées sur les bourses canadiennes à l'exception des conglomérats et des institutions financières. Nous avons ainsi obtenu 1 143 sociétés ouvertes dont l'exercice financier se termine entre 1998 et 1999. De ces sociétés, nous avons conservé les 550 plus importantes en prenant comme critère la taille des actifs. Par la suite, nous avons éliminé toutes les sociétés étrangères, soit 17 au total, pour parvenir à un échantillon de 533 sociétés ouvertes canadiennes¹⁴.

À l'aide des circulaires de la direction publiées par les sociétés et diffusées sur le site SEDAR, nous avons recueilli manuellement l'information relative à la structure de propriété de chacune des socié-

¹⁴ Dans le but de ne garder que des entreprises canadiennes, toutes les sociétés ouvertes dont le siège social n'est pas situé au Canada ont été éliminées.

tés. Nous avons collecté notamment l'identité, la participation dans le capital et le contrôle des droits de vote du véritable actionnaire principal. Lorsque la société sélectionnée est détenue par une autre société, nous avons retrouvé l'actionnaire principal de cette société et de toutes les sociétés faisant partie de la chaîne pyramidale jusqu'à l'identification du véritable détenteur du contrôle. Faute d'informations sur SEDAR, 20 sociétés ont été éliminées. Enfin, nous avons exclu toutes les sociétés dont le niveau de concentration de la propriété a fluctué entre le début et la fin de l'exercice comptable étudié¹⁵. 26 sociétés ouvertes ont dû être éliminées suite à cette procédure, portant ainsi à 487 le nombre de sociétés de notre échantillon final.

3. Analyse des résultats

3.1. Les analyses descriptives

Les statistiques présentées aux tableaux 1 et 2 visent à décrire plusieurs aspects de la structure de propriété des sociétés canadiennes sélectionnées soit : 1) dans quelle mesure les sociétés canadiennes sont-elles contrôlées par des actionnaires dominants ? 2) le phénomène de la séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes est-il répandu au Canada ? et 3) quels sont les principaux mécanismes utilisés pour exercer le contrôle ?

Le tableau 1 nous révèle qu'en matière de concentration de l'actionnariat, la situation canadienne s'apparente davantage à celle de l'Europe de l'Ouest qu'à celle des États-Unis. Le pourcentage de sociétés canadiennes à capital dispersé se situe à 22 %, soit beaucoup plus proche du 15 % des sociétés européennes à capital dispersé calculé par Faccio et Lang (1999) que du 80 % calculé par La Porta *et al.* (1999) pour les sociétés américaines.

L'importance du contrôle par des actionnaires dominants apparaît d'autant plus forte pour les sociétés dont le contrôle formel des droits

¹⁵ Ceci se justifie dans la mesure où l'interprétation du rapport entre la performance réalisée au cours d'une période et la structure de propriété peut être entachée d'erreur si des changements sont survenus dans la structure de propriété au cours de cette période. En vue d'éviter tous biais dans les analyses, seules les sociétés dont le niveau de concentration de la propriété est demeuré stable tout au long de la période étudiée ont été conservées dans notre échantillon.

de vote n'est pas proportionnel à la part du véritable actionnaire dans le capital (Sociétés Sep≠1). Dans ce cas, 97 % des sociétés sont sous le contrôle d'un actionnaire dominant. Cette proportion n'est que de 69 % pour les sociétés ne présentant pas de séparation entre la propriété du capital et le contrôle des votes (Sociétés Sep =1).

Tableau 1 – Les détenteurs du contrôle des sociétés ouvertes au Canada

	Échantillon total		Sociétés Sep ≠1		Sociétés Sep = 1	
	N	%	n	%	n	%
Capital dispersé (C<10 %)	108	22 %	4	3 %	104	31 %
Sociétés contrôlées par :						
Individu	257	53 %	137	88 %	120	36 %
Institutions financières	58	12 %	6	4 %	52	16 %
État	5	1 %	0	0 %	5	2 %
Société à capital dispersé	16	3 %	5	3 %	11	3 %
Autre	43	9 %	4	3 %	39	12 %
Total	487	100 %	156	100 %	331	100 %

Les résultats du tableau 1 indiquent que les principaux détenteurs du contrôle des sociétés canadiennes sont des individus ou les membres d'une famille¹⁶. Dans 53 % des 487 sociétés sélectionnées, le contrôle de la société repose entre les mains de ce type d'actionnaire. L'importance du contrôle par les individus apparaît encore plus nette pour les sociétés canadiennes qui présentent une séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes¹⁷. Ces résultats concordent par ailleurs assez bien à ce qu'ont noté Attig et *al.* (2002) pour les sociétés canadiennes ou La Porta et *al.* (1999) et Claessens et *al.* (2001) dans la plupart des pays du monde.

Le tableau 2 permet d'analyser plus en profondeur le degré de séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes en synthétisant les caractéristiques de l'actionnaire dominant au sein des sociétés canadiennes. Le tableau distingue les caractéristiques des sociétés dans lesquelles l'actionnaire détient le contrôle absolu (plus de 50 %

¹⁶ Suivant les études de La Porta et *al.* (1999), Faccio et Lang (1999) ou encore Attig et *al.* (2002), nous avons formé cinq catégories d'actionnaire selon leur identité, à savoir les individus ou familles, les institutions financières, les sociétés ouvertes à capital dispersé, le gouvernement et une catégorie divers comprenant notamment la propriété étrangère.

¹⁷ La proportion de sociétés à actionnariat concentré est statistiquement plus forte pour les sociétés où Sep est différent de 1 (au seuil de 1 % ; t = 12,114).

des votes) de même que les caractéristiques de l'actionnaire dominant pour les sociétés où prévaut une certaine séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes de celles où il n'y a aucune séparation.

La partie A du tableau 2 révèle que 156 des 487 sociétés de notre échantillon, soit une proportion de 32 %, se caractérisent par une séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes. Ces résultats indiquent que le phénomène de la séparation capital/votes n'est pas un phénomène marginal au Canada. Nous observons que, pour l'ensemble des 487 des 550 plus grandes sociétés ouvertes canadiennes (partie A), l'actionnaire dominant contrôle en moyenne 31 % des droits de vote alors qu'il détient une participation de 21 % dans le capital¹⁸. Le ratio moyen de séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes s'établit à 0,82. L'écart entre la propriété du capital et le contrôle des votes est plus prononcé au Canada qu'il ne l'est en Europe, où Faccio et Lang (1999) observent un ratio de 0,88. Par ailleurs, l'écart entre la propriété du capital et le contrôle des votes semble s'accroître au fur et à mesure que le contrôle des votes se concentre, le ratio de séparation passant à 0,62 pour les sociétés canadiennes dont l'actionnaire dominant détient plus de 50 % des votes (partie B). Dans le cas des 156 sociétés où $Sep \neq 1$, le ratio de séparation s'élève à 0,42 contre seulement 0,33 pour les 77 sociétés contrôlées majoritairement.

Tableau 2 – Description de la participation de l'actionnaire dominant au sein des grandes sociétés canadiennes

	n	Distribution des titres de participation		Séparation	Mécanisme de séparation		Nature de l'actionnaire dominant	
		Capital	Votes	Ratio Capital/Votes	ADVM	PY	Seul	Interne
Partie A								
Échantillon total	487	21 %	31 %	0,82	23 %	14 %	72 %	67 %
Sociétés $Sep \neq 1$	156	16 %	47 %	0,42	69 %	43 %	58 %	89 %
Sociétés $Sep = 1$	331	23 %	23 %	1,00			78 %	57 %
Partie B								
Contrôle 50+	135	39 %	66 %	0,62	51 %	17 %	76 %	95 %
Sociétés $Sep \neq 1$ - contrôle 50+	77	21 %	67 %	0,33	90 %	27 %	71 %	96 %
Sociétés $Sep = 1$ - contrôle 50+	58	64 %	64 %	1,00			83 %	93 %

* Voir appendice A pour la définition des variables.

¹⁸ Les sociétés $Sep \neq 1$ se distinguent des autres sociétés dans la mesure où le contrôle des votes est plus concentré (statistiquement significatif au seuil de 1 %).

Sur le plan des mécanismes de séparation capital/votes, le tableau 2 indique que ce sont principalement les actions à droits de vote multiples ou restreints (ADVM) qui permettent à l'actionnaire dominant canadien de contrôler les votes avec seulement une fraction du capital d'une société. En fait, 51 % des sociétés où l'actionnaire dominant contrôle plus de 50 % des droits de vote ont eu recours à l'émission d'actions à droit de votes différents. Le contrôle pyramidal apparaît moins répandu au Canada que ne le sont les ADVM. Par ailleurs, les résultats suggèrent une corrélation positive entre l'utilisation de ces deux mécanismes, et, plus particulièrement, les ADVM, et la concentration de la propriété¹⁹.

L'avant dernière colonne du tableau 2 indique que sur l'ensemble des sociétés sélectionnées (partie A), le véritable actionnaire principal constitue le seul actionnaire important dans plus de 70 % des cas. En moyenne, le véritable actionnaire principal constitue le seul actionnaire important dans un peu moins de 60 % des sociétés où $Sep \neq 1$ contre près de 80 % pour les sociétés où $Sep = 1$ ²⁰. Ces résultats pourraient indiquer que la présence d'un second actionnaire important est une réponse aux problèmes de gouvernance potentiels pour les sociétés où il y a séparation de la propriété du capital et du contrôle des droits de vote. Par ailleurs, lorsque l'actionnaire dominant détient plus de 50 % des droits de vote (partie B), la proportion de sociétés n'ayant qu'un seul actionnaire important tend à augmenter. La dernière colonne du tableau 2 révèle que le véritable actionnaire est interne pour 67 % des sociétés de notre échantillon²¹. Cette proportion augmente à 89 % pour les sociétés où $Sep \neq 1$, une valeur nettement plus élevée que pour les sociétés où $Sep = 1$ (57 %).

¹⁹ L'utilisation des ADVM apparaît plus répandue au Canada qu'en Europe de l'ouest. Faccio et Lang (1999) ont observé que 17 % des sociétés ouvertes d'Europe avaient émis des ADVM alors que les sociétés du Royaume-Uni affichent un taux plus comparable à notre échantillon, soit 25 %. La popularité du contrôle pyramidal au Canada est beaucoup moins forte qu'en Asie où la proportion moyenne s'élève à un peu plus de 40 % (Claessens et al., 2000). En matière de contrôle pyramidal, la situation en Europe se compare en moyenne assez bien à celle du Canada comme le rapporte l'étude de Faccio et Lang (1999) en dépit d'une proportion relativement élevée pour l'Italie.

²⁰ Différence statistiquement significative au seuil de 1 %.

²¹ Cette proportion est de 44 % pour le Canada dans l'étude de Attig et al. (2002) et de 66 % pour les pays européens (Faccio et Lang, 1999). Soulignons que, contrairement à notre étude, ces statistiques portent sur les sociétés contrôlées par des individus seulement.

3.2. Test de l'hypothèse 1

La nature de la relation entre la performance des sociétés et la structure de propriété (H_1) est vérifiée selon deux des méthodes couramment utilisées dans cette littérature : l'analyse de régression linéaire par intervalles (Morck et *al.*, 1988 ; Amoako-Adu et Smith, 1995 et Holderness et *al.*, 1999) et l'analyse de régression linéaire monotone (Demsetz et Lehn, 1985 ; Rao et Lee-Sing, 1995 et Agrawal et Knoeber, 1996).

En nous inspirant de l'étude de Morck et *al.* (1988), nous proposons le modèle suivant afin de tester la relation entre la performance des sociétés canadiennes et la concentration de la propriété par le véritable actionnaire principal :

$$\text{Perf} = \alpha + \beta_1 C05 + \beta_2 C525 + \beta_3 C25^+ + \delta \text{ Var. de contrôle} + e \quad (1a)$$

Dans ce modèle, la performance (Perf) est régressée sur les trois variables de propriété suivantes : C05, C525 et C25⁺. Ces variables représentent des intervalles de concentration de la propriété et sont construites à partir de l'interaction entre la variable C, qui mesure le pourcentage des votes sous contrôle du véritable actionnaire principal, et une série de variables auxiliaires. Sur la base du pourcentage des droits de vote détenus par le véritable actionnaire principal, nous avons créé trois variables auxiliaires. La première, Gr10, est codifiée 1 lorsque le véritable actionnaire principal contrôle moins de 5 % des votes, sinon 0. La seconde variable auxiliaire, Gr20, prend la valeur 1 si le véritable actionnaire principal contrôle au moins 5 % des votes tout en détenant une part dans le capital d'au plus 25 %, sinon 0. Enfin, la troisième variable auxiliaire prend la valeur 1 lorsque le véritable actionnaire contrôle au moins 5 % des votes avec une part dans le capital supérieure à 25 %, 0 dans le cas contraire²². Les variables C05, C525 et C25⁺ découlent de l'interaction entre la variable C et les variables Gr10 (C * Gr10), Gr20 (C * Gr20) et Gr30 (C * Gr30). L'utilisation de ces termes interactifs permet de tester la relation entre la performance des sociétés et la concentration de la propriété dans chacun des segments de contrôle.

²² Des 487 sociétés canadiennes sélectionnées, 75 sociétés se classent parmi le Gr10, 261 parmi le Gr20 et 151 dans le Gr30.

Le modèle (1a) se distingue de l'étude de Morck et *al.* (1988) sous deux aspects. Premièrement, en raison de l'écart entre la propriété du capital et le contrôle des votes au Canada, nos intervalles 5-25 et 25⁺, prennent en considération à la fois le pourcentage des votes ($\geq 5\%$) et le pourcentage du capital ($\leq 25\%$ ou $> 25\%$). Deuxièmement, la codification des variables diffère. La procédure suivie par ces auteurs se résume de la façon suivante :

$$\begin{aligned} C05 & : [(C - 0) * Gr10] + [(5 * Gr20)] + [(5 * Gr30)] \\ C525 & : [(C - 5) * Gr20] + [(20 * Gr30)] \\ C25^+ & : [(C - 25) * Gr30] \end{aligned}$$

Cette codification, contrairement à la nôtre, permet d'atténuer la forme discontinue de la relation. Notre procédure a l'avantage de permettre de vérifier si la nature de la relation propriété-performance diffère selon les trois intervalles de concentration déterminés. Il suffit alors de transformer le modèle (1a) comme suit :

$$\text{Perf} = \alpha + \beta_1 C + \beta_2 C05 + \beta_3 C25^+ + \partial \text{Var. de contrôle} + e \quad (1b)$$

Dans ce cas, la relation entre la concentration de la propriété et la performance des sociétés à l'intérieur de l'intervalle 5-25 est exprimée par le coefficient de la variable C. Ce segment devient alors le point de référence dans la mesure où les coûts associés à l'enracinement de l'actionnaire dominant apparaissent les plus prononcés (Morck et *al.*, 1988 ; Holderness et *al.*, 1999). Quant aux coefficients des variables C05 et C25⁺, ils s'interprètent comme étant la relation entre la performance des sociétés et la concentration des votes à l'intérieur des intervalles 0-5 et 25⁺, en comparaison à celle qui prévaut dans le segment 5-25.

Jensen et Meckling (1976) proposent, quant à eux, une relation monotone entre la concentration des droits de vote et la performance des sociétés. Selon cette hypothèse, la relation prévue entre la performance des sociétés et la concentration des votes est de nature linéaire monotone plutôt que linéaire non monotone comme le prévoit notre hypothèse H₁. Afin de tester cette éventualité, nous effectuons également une analyse de régression linéaire selon l'approche suivante :

$$\text{Perf} = \alpha + \beta_1 C + \partial \text{Variables de contrôle} + e \quad (1c)$$

Dans ce modèle, le contrôle des droits de vote exercé par le véritable actionnaire principal est représenté par la variable C. Les résultats du test des trois modèles 1a, 1b et 1c sont présentés dans le tableau 3. Outre les différentes versions des variables de propriété, les modèles 1a, 1b et 1c incluent également les variables de contrôle suivantes : la taille, le secteur, l'endettement, l'âge des sociétés et les dépenses en R&D.

Tableau 3 – Analyses de régression linéaire par intervalles
(n=échantillon total)

	Signe	Modèle (1a)			Modèle (1b)			Modèle (1c)		
		RCI	ROA	VMAVC	RCI	ROA	VMAVC	RCI	ROA	VMAVC
Var. Indép. Const.		9,369 (1,198)	6,263 (1,145)	1,836 (1,372)	9,369 (1,198)	6,263 (1,145)	1,836 (1,372)	9,428 (1,207)	6,278 (1,150)	1,887 (1,408)
C	-				0,082 (2,772) ^a	0,327 (1,623) ^c	0,012 (2,412) ^b	0,061 (2,779) ^a	0,031 (2,085) ^b	0,006 (1,636) ^c
C0-5	+	-0,115 (-0,160)	0,141 (0,278)	0,149 (1,214)	-0,198 (-0,276)	0,108 (0,215)	0,136 (1,122)			
C5-25	-	0,082 (2,772) ^a	0,327 (1,623) ^c	0,012 (2,412) ^b						
C25+	+	0,05 (2,117) ^b	0,234 (1,949) ^c	0,005 (1,271)	-0,031 (-1,170)	0,000 (-0,020)	-0,007 (-1,548)			
Âge5	?	-0,226 (-0,157)	0,435 (0,439)	0,061 (0,237)	-0,226 (-0,157)	0,435 (0,439)	0,061 (0,237)	-0,254 (-0,177)	0,433 (0,439)	0,042 (0,165)
Âge10	+	4,067 (3,409) ^a	1,416 (1,705) ^c	-0,028 (-0,144)	4,067 (3,409) ^a	1,416 (1,705) ^c	-0,028 (-0,144)	4,000 (3,362) ^a	1,408 (1,705) ^c	-0,053 (-0,268)
Dette	-	-10,806 (-4,200) ^a	-13,695 (-9,349) ^a	0,009 (0,021)	-10,806 (-4,200) ^a	-13,695 (-9,349) ^a	0,009 (0,021)	-11,067 (-4,320) ^a	-13,690 (-9,367) ^a	-0,063 (-0,144)
R&D	+			24,100 (5,838) ^a			24,100 (5,838) ^a			23,281 (5,663) ^a
Taille	+	0,150 (0,382)	0,239 (0,882)	0,001 (0,017)	0,150 (0,382)	0,239 (0,882)	0,001 (0,017)	0,186 (0,474)	0,240 (0,890)	0,011 (0,164)
Secteurs		incl.	incl.	incl.	incl.	incl.	incl.	incl.	incl.	incl.
R ² ajusté		0,191	0,228	0,212	0,191	0,228	0,212	0,192	0,231	0,209
Proba.		<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01
n		458	473	450	458	473	450	458	473	450

^{a, b, c} significativement différent de zéro à 1 %, 5 % et 10 % respectivement. Voir l'annexe I pour une définition des variables.

Soulignons tout d'abord, qu'en raison des observations aberrantes et des observations manquantes, nos analyses ont porté sur environ 450 à 470 sociétés, selon l'indicateur de performance²³. Les résultats du test des trois modèles sont équivalents dans la mesure où leur robustesse statistique (R² ajusté, F de Fisher) ne diffère pas et que les résultats des analyses sont compatibles. Dans tous les cas, nous notons que la performance des sociétés canadiennes est associée posi-

²³ Toutes les observations qui s'écartent de plus de trois écarts-type de la moyenne sont identifiées comme étant des observations aberrantes. Ces observations ont été éliminées, à moins qu'elles ne soient erronées, auquel cas elles ont été corrigées. Au total, une dizaine d'observations aberrantes a été supprimée des analyses.

vement à la concentration des votes. Les effets de convergence des intérêts semblent dominer sur les effets d'enracinement, peu importe le niveau de concentration de la propriété. En ce sens, ces résultats ne permettent pas de supporter notre hypothèse de recherche H₁, laquelle prévoit une relation linéaire non monotone en raison des effets d'enracinement plus prononcés lorsque l'actionnaire principal contrôle la société avec une part modeste du capital.

Les modèles 1a et 1b suggèrent que la concentration des votes n'a aucune incidence significative sur la performance lorsque le véritable actionnaire principal contrôle entre 0 et 5 % des votes. Non seulement le signe de la variable C05 varie selon l'indicateur de performance retenu mais son coefficient n'est pas statistiquement différent de zéro. Ces résultats sont incompatibles avec les résultats généralement obtenus dans les études américaines (Morck et *al.*, 1988 ; McConnell et Servaes, 1990 ; Holderness et *al.*, 1999). En revanche, cette absence de relation significative dans l'intervalle 0-5 % concorde avec l'étude de Amoako-Adu et Smith (1995), réalisée sur plus d'une centaine de sociétés canadiennes.

Le coefficient de la variable C525 est de signe positif et statistiquement significatif pour les trois mesures de performance (RCI : 1 %, VMAVC : 5 %, ROA : 10 %). Cette tendance positive est similaire à celle notée par McConnell et Servaes (1990) mais s'inscrit en contradiction avec les résultats de Morck et *al.* (1988) ou Holderness et *al.* (1999). Il semble donc y avoir une domination des effets de convergence des intérêts même lorsque le véritable actionnaire principal contrôle plus de 5 % des votes mais moins de 25 % du capital. De plus, ces effets de convergence n'apparaissent pas plus faibles que ceux observés dans les deux autres intervalles de concentration de la propriété (modèle 1b). Contrairement à nos attentes, les effets de l'enracinement ne semblent pas plus prononcés lorsque le véritable actionnaire principal contrôle la société avec une part du capital inférieure à 25 %²⁴. Le modèle suggère également qu'il existe des effets de convergence des intérêts lorsque le niveau de concentration de l'actionariat franchit le seuil des 25 %, ce qui concorde avec les résultats de Morck et *al.* (1988). Cette relation est statistiquement posi-

²⁴ Soulignons que les résultats demeurent qualitativement similaires lorsque nous effectuons l'analyse de régression par intervalles en adoptant la même méthodologie suivie par Morck et *al.* (1988).

tive quand la performance est estimée à l'aide du RCI (5 %) ou du ROA (10 %).

Les résultats du test du modèle 1c révèlent que le coefficient de la variable C est positif et statistiquement significatif pour les trois mesures de performance (RCI : 1 %, ROA : 5 %, VMAVC : 10 %). Ces résultats supportent l'hypothèse que la concentration des votes au Canada permet une plus grande convergence des intérêts, résultats par ailleurs compatibles avec l'étude de Chen et *al.* (1993). Le pouvoir explicatif (R^2 ajusté) du modèle (1c) varie entre 19 et 23 %, soit des niveaux relativement similaires à l'analyse de régression par intervalles (modèles 1a et 1b).

Enfin, tel que prévu, l'endettement des sociétés se traduit par des effets négatifs sur la performance, statistiquement significatifs au seuil de 1 % pour toutes les mesures de performance sauf la VMAVC. Les sociétés les plus âgées (âge10) obtiennent en moyenne de meilleures performances que les autres. Cette constatation est nette dans le cas du RCI (1 %), et du ROA (10 %). Dans la même veine, les sociétés qui engagent d'importantes dépenses en recherche et développement obtiennent une VMAVC plus élevée. On ne note par contre, aucune incidence significative de la taille sur la performance des sociétés.

Eu égard à la présence prépondérante du phénomène de la séparation capital/votes pour les sociétés canadiennes, les modèles 1a et 1b sont reconduits en distinguant les sociétés dont le contrôle formel des votes détenu par le véritable actionnaire principal n'est pas proportionnel à sa part du capital (Sociétés Sep \neq 1) des sociétés canadiennes qui ne présentent aucune séparation capital/votes (Sociétés Sep=1). Les résultats des analyses effectuées sur les sociétés Sep \neq 1 sont rapportés dans le tableau 4a, alors que ceux relatifs aux analyses sur les sociétés Sep=1 apparaissent dans le tableau 4b. Précisons qu'en raison d'un nombre trop faible de sociétés Sep \neq 1 dont le véritable actionnaire contrôle moins de 5 % des votes, nous avons dû éliminer la variable C05 pour cette catégorie de sociétés²⁵. Ainsi, seules les 154 sociétés Sep \neq 1 dont le véritable actionnaire principal contrôle au

²⁵ En fait, nous n'avons que deux sociétés dont le véritable actionnaire contrôle moins de 5 % des votes ce qui nuit à l'interprétation des résultats de la variable C05 (trop peu de variance).

moins 5 % des votes sont soumises à l'analyse²⁶ (tableau 4a). Dans ce contexte, nous avons examiné la relation entre la performance des sociétés Sep≠1 et le contrôle des votes à l'intérieur des deux intervalles de concentration suivants : 5-25 et 25⁺.

À l'exception de la VMAVC, les résultats indiquent que la concentration des votes se traduit par des effets nets positifs sur la performance. En effet, la variable C25⁺ affiche un coefficient positif et statistiquement significatif pour le RCI (1 %) et le ROA (1 %) alors que le signe pris par la variable C5-25 est également positif et statistiquement significatif au seuil de 5 % pour les deux indicateurs comptables. Ces résultats suggèrent que les effets de convergence des intérêts semblent dominer quel que soit le niveau de détention des votes par l'actionnaire dominant des sociétés Sep≠1.

Tableau 4a – Analyse de régression linéaire par intervalles (n : Sep≠1)

	Signe	Modèle (1a)			Modèle (1b)		
		RCI	ROA	VMAVC	RCI	ROA	VMAVC
Var. indép.							
Constante		6,188 (0,414)	1,656 (0,169)	2,949 (1,096)	6,188 (0,414)	1,656 (0,169)	2,949 (1,096)
C	+				0,151 (2,778) ^a	,123 (3,504) ^a	0,002 (0,299)
C5-25	-	0,121 (2,423) ^b	0,072 (2,284) ^b	0,005 (0,616)	-0,030 (-0,707)	-0,050 (-1,895) ^c	0,002 (0,356)
C25 ⁺	+	0,151 (2,778) ^a	0,123 (3,504) ^a	0,002 (0,299)			
Age5	?	1,077 (0,324)	2,128 (0,994)	0,136 (0,224)	1,077 (0,324)	2,128 (0,994)	0,136 (0,224)
Age10	+	4,331 (1,732) ^b	0,796 (0,494)	-0,646 (-1,449)	4,331 (1,732) ^c	0,796 (0,494)	-0,646 (-1,449)
Dette	-	-15,196 (-2,924) ^a	-20,908 (-8,126) ^a	-0,662 (-0,697)	-15,196 (-2,924) ^a	-20,908 (-8,126) ^a	-0,662 (-0,697)
R&D	+			6,281 (0,568)			6,281 (0,568)
Taille	+	0,268 (0,314)	0,827 (1,535)	-0,059 (-0,384)	0,268 (0,314)	0,827 (1,535)	-0,059 (-0,384)
Secteurs		incl.	incl.	incl.	incl.	incl.	incl.
R ² ajusté		0,183	0,414	0,148	0,183	0,414	0,148
Proba.		<0,01	<0,01	0,012	<0,01	<0,01	0,012
n		146	151	144	146	151	144

^{a, b, c} significativement différent de zéro à 1 %, 5 % et 10 % respectivement. Voir l'annexe 1 pour une définition des variables

²⁶ Au total, deux observations ont été supprimées. Sur les 154 sociétés, 115 possèdent un véritable actionnaire principal contrôlant plus de 5 % des votes avec moins de 25 % du capital (intervalle 5-25) et 39 dont le véritable actionnaire détient plus de 25 % du capital (intervalle 25+).

Cependant, ces effets positifs apparaissent moindres lorsque le véritable actionnaire principal détient moins de 25 % dans le capital. Lorsque le ROA est utilisé pour mesurer la performance, les résultats du modèle (1b) suggèrent que la relation positive entre la performance des sociétés et la concentration des votes est significativement plus faible dans le segment 5-25 puisque le coefficient de la variable C525 affiche un signe négatif²⁷. Ces derniers résultats suggèrent que même si les effets positifs associés à la convergence des intérêts dominant, ils semblent le faire un peu moins lorsque le véritable actionnaire principal détient moins de 25 % dans le capital. L'enracinement de l'actionnaire principal pourrait donc avoir des effets négatifs plus important dans le segment 5-25, ce qui est en faveur des arguments de Morck et al. (1988). Au niveau des variables de contrôle, seule la dette apparaît influencer de manière significative la performance des sociétés Sep≠1.

Les résultats des analyses effectuées sur les 331 sociétés n'ayant aucune séparation capital/votes sont présentés au tableau 4b.

Tableau 4b – Analyse de régression linéaire par intervalles (n : Sep=1)

	Signe	Modèle (1a)			Modèle (1b)		
		RCI	ROA	VMAVC	RCI	ROA	VMAVC
Var. indép.							
Constante		7,740 (0,792)	2,554 (0,377)	1,408 (0,874)	7,740 (0,792)	2,554 (0,377)	1,408 (0,874)
C	-				0,113 (1,052)	0,108 (1,464)	0,016 (0,912)
C0-5	+	0,135 (0,159)	0,437 (0,742)	0,164 (1,193)	0,021 (0,026)	0,329 (0,588)	0,148 (1,135)
C5-25	-	0,113 (1,052)	0,108 (1,464)	0,016 (0,912)			
C25+	+	0,0266 (0,830)	0,018 (0,822)	0,005 (0,987)	-0,086 (-0,946)	-0,090 (-1,435)	-0,010 (-0,723)
Age5	?	-0,391 (-0,238)	-0,054 (-0,048)	-0,090 (-0,320)	-0,391 (-0,238)	-0,054 (-0,048)	-0,090 (-0,320)
Age10	+	3,254 (2,239) ^b	0,921 (0,919)	0,182 (0,791)	3,254 (2,239) ^b	0,912 (0,919)	0,182 (-0,791)
Dette	-	-7,796 (-2,425) ^b	-8,834 (-4,722) ^a	-0,147 (-0,272)	-7,796 (-2,425) ^b	-8,834 (-4,722) ^a	-0,147 (-0,272)
R&D	+			25,229 (5,445) ^a			25,229 (5,445) ^a
Taille	+	0,180 (0,378)	0,229 (0,699)	0,034 (0,439)	0,180 (0,378)	0,229 (0,699)	0,034 (0,439)
Secteurs		incl.	incl.	incl.	incl.	incl.	incl.
R ² ajusté		0,173	0,163	0,277	0,173	0,163	0,277
Proba.		<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01
n		310	320	304	310	320	304

a,b,c significativement différent de zéro à 1 %, 5 % et 10 % respectivement. Voir l'annexe 1 pour une définition des variables

²⁷ Statistiquement significatif au seuil de 10 %.

Dans ce cas, la performance ne semble pas associée à la concentration des votes par l'actionnaire dominant, quel que soit son seuil de détention. En effet, les trois variables de propriété s'avèrent non significatives du point de vue statistique, indépendamment de la mesure de performance²⁸. Ainsi, il semble que la thèse de la neutralité avancée par Demsetz (1983) et confirmée empiriquement par Demsetz et Lehn (1985), Rao et Lee-Sing (1995) ou Charreaux (1997) s'applique pour les sociétés canadiennes où il n'y a pas de séparation capital/votes.

Globalement, les résultats des tableaux 4a et 4b suggèrent que lorsqu'il y a séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes, la concentration du contrôle des droits de vote influe positivement sur la performance des sociétés. La concentration des droits de vote pourrait donc constituer un mécanisme important d'alignement des intérêts lorsque la gouvernance des sociétés comporte des risques supplémentaires en raison de la séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes.

3.3. Analyses complémentaires

Les analyses complémentaires effectuées dans le cadre de cette étude portent principalement sur i) l'incidence de l'identité de l'actionnaire dominant et des mécanismes qui renforcent son pouvoir et ii) la robustesse des résultats à l'éventuelle endogénéité de la relation propriété-performance.

Pour tester l'incidence de l'identité et des mécanismes de renforcement du pouvoir, quatre variables auxiliaires ont été ajoutées au modèle 1a. Ce dernier est redéfini comme suit :

$$\text{Perf} = \alpha + \beta_1 \text{C05} + \beta_2 \text{C525} + \beta_3 \text{C25}^+ + \beta_4 \text{Interne} + \beta_5 \text{Seul} + \beta_6 \text{Individu} + \beta_7 \text{Institution} + \partial \text{Var. de contrôle} + e \quad (2)$$

Les résultats sont présentés séparément au tableau 5, selon que les sociétés canadiennes se caractérisent ou non par une séparation capi-

²⁸ Par ailleurs, nous notons que l'endettement se traduit par des effets négatifs sur la performance des sociétés, à l'instar des sociétés de type Sep≠1. Toutefois, contrairement aux sociétés Sep≠1, nous constatons que les frais de recherche et de développement sont positivement corrélés à la VMAVC. Enfin, les autres variables de contrôle n'apparaissent pas significatives du point de vue statistique.

tal/votes. Contrairement à nos attentes, la variable *Seul* n'est pas statistiquement significative, suggérant que la présence d'un second actionnaire important n'a pas d'effet sur la performance des sociétés canadiennes étudiées. De tels résultats sont également observés par Facio et Lang (1999), sur des sociétés européennes.

Tableau 5 – Analyse de régression linéaire par intervalles

	Signe	Sociétés Sep≠1			Sociétés Sep=1		
		RCI	ROA	VMAVC	RCI	ROA	VMAVC
Var. indép.							
Constante		2,467 (0,170)	-0,129 (-0,013)	2,758 (1,038)	4,361 (0,433)	0,715 (0,102)	0,330 (0,198)
C0-5	+				0,182 (0,212)	0,370 (0,615)	0,175 (1,248)
C5-25	-	0,185 (3,531) ^a	0,106 (3,128) ^a	0,009 (1,003)	0,117 (0,949)	0,156 (1,840)*	0,023 (1,150)
C25+	+	0,240 (3,987) ^a	0,171 (4,312) ^a	0,010 (0,914)	0,040 (1,030)	0,030 (1,119)	0,004 (0,633)
Seul	-	0,412 (0,192)	0,795 (0,567)	-0,488 (-1,256)	-0,202 (-0,131)	0,686 (0,645)	0,403 (1,570)
Interne	-	-10,773 (-2,913) ^a	-5,874 (-2,369) ^b	-1,111 (-1,672)*	-3,250 (-1,771)*	-1,677 (-1,325)	-0,082 (-0,278)
Individu	?	7,436 (1,778) ^c	8,194 (1,864) ^c	1,496 (1,914)*	4,778 (2,757) ^a	1,784 (1,501)	0,526 (1,818)*
Institution	?	10,439 (1,440)	7,150 (1,477)	-0,241 (-0,182)	0,452 (0,217)	-1,405 (-0,975)	-0,343 (-0,993)
Age5	?	1,520 (0,469)	2,175 (1,030)	0,173 (0,286)	-0,822 (-0,503)	-0,155 (-0,138)	-0,070 (-0,250)
Age10	+	4,105 (1,690) ^c	0,746 (0,471)	-0,574 (-1,306)	2,938 (2,027) ^b	0,854 (0,849)	0,190 (0,829)
Dette	-	-16,540 (-3,271) ^a	-21,650 (-8,572) ^a	-0,516 (-0,550)	-8,496 (-2,654) ^a	-8,984 (-4,786) ^a	-0,167 (-0,310)
R&D	+			1,863 (0,169)			24,287 (5,190) ^a
Taille	+	0,196 (0,232)	0,735 (1,354)	-0,031 (-0,204)	0,536 (1,075)	0,340 (0,986)	0,075 (0,915)
Secteurs		incl.	incl.	incl.	incl.	incl.	incl.
R ² ajusté		0,239	0,441	0,181	0,188	0,167	0,291
Proba.		<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01
n		146	151	144	310	320	304

a,b,c significativement différent de zéro à 1 %, 5 % et 10 % respectivement. Voir l'annexe 1 pour une définition des variables

En revanche, l'allégeance de l'actionnaire dominant (interne versus externe) influence la performance des sociétés canadiennes et, plus particulièrement, la performance des sociétés qui présentent une séparation capital/votes. Dans ce cas, la position interne de l'actionnaire dominant nuit à la performance (RCI : 1 %, ROA : 5 %, VMAVC : 10 %). Dans la même veine, l'identité de l'actionnaire

semble déterminante. Nous notons que le contrôle des sociétés par des individus est bénéfique pour les sociétés canadiennes par opposition au rôle joué par les investisseurs institutionnels. Dans ce dernier cas, nous observons que la performance des sociétés contrôlées par des institutions financières ne se démarque pas de celle des autres sociétés canadiennes, conformément à plusieurs études antérieures (Short et Keasey, 1999 ; Rao et Lee-Sing, 1995 ; MacIntosh et Schwartz, 1995).

Pris dans leur ensemble, les résultats présentés au tableau 5 révèlent que la présence d'un second actionnaire important pour faire contrepoids au pouvoir de l'actionnaire dominant ne semble pas avoir d'effet significatif sur la performance des sociétés canadiennes. À l'instar de l'étude de Morck et *al.* (1988), le contrôle des sociétés par un actionnaire interne n'est pas plus dommageable pour la performance des sociétés que le contrôle exercé par un actionnaire externe lorsque la propriété du capital n'est pas séparée du contrôle formel des votes. En revanche, en présence d'une séparation capital/votes, les coûts d'enracinement de l'actionnaire dominant semblent aggravés par sa présence à titre d'actionnaire interne alors que la surveillance exercée par un second actionnaire important ne permet pas d'atténuer ces coûts. Enfin, une fois pris en considération l'impact des mécanismes qui permettent à l'actionnaire de renforcer son pouvoir décisionnel, la présence d'un individu comme actionnaire principal semble affecter favorablement la performance, conformément aux arguments théoriques de Smith (1776) ou de Jensen et Meckling (1976)²⁹.

La spécification des modèles précédents prévoit un lien de causalité allant de la concentration des votes vers la performance. Dans ce contexte, nous posons l'hypothèse que la performance des sociétés dépend de leur structure de propriété. Or, des études récentes ont testé la nature endogène de la relation propriété-performance et ont fait valoir que ce lien causal pouvait être inversé (Agrawal et Knoeber,

²⁹ Ces résultats diffèrent des études de Morck et Stangeland (1994) et Morck et *al.* (1998) dans lesquelles les auteurs ne décèlent aucune incidence significative du contrôle des sociétés canadiennes par des individus (fondateurs, héritiers ou entrepreneurs) sur leur marge nette et leur rentabilité des actifs. Notons toutefois, que l'incidence du contrôle par un actionnaire interne n'est pas prise en compte dans leurs analyses. Lorsque nous refaisons l'analyse de régression en éliminant la variable Interne (résultats non rapportés), nous notons, à l'instar des deux études précédentes, que l'identité de l'actionnaire principal n'a aucune incidence significative sur la performance des sociétés.

1996 ; Klein, 1998, Himmelberg et *al.*, 1999). En outre, si tel est effectivement le cas, l'endogénéité de la relation propriété-performance peut compromettre la validité de nos résultats.

Pour tester cette éventualité, nous introduisons, parmi les variables indépendantes, la performance de l'exercice précédent (temps t_0), ce qu'on appelle communément une variable dépendante décalée (Lagged Dependent Variable) (Klein, 1998 et Weir et al, 2002)³⁰. Nous avons donc transformé le modèle (2) afin de tester la robustesse de nos résultats. Ce modèle est construit de la façon suivante :

$$\text{Perf} = \alpha + \beta_1 \text{C05} + \beta_2 \text{C525} + \beta_3 \text{C25}^+ + \beta_4 \text{Interne} + \beta_5 \text{Seul} + \beta_6 \text{Individu} \\ + \beta_7 \text{Institution} + \beta_8 \text{Perf}_{t_0} + \partial \text{Var. de contrôle} + e \quad (3)$$

De manière générale, nous constatons au tableau 6, que les résultats observés précédemment ne sont pas altérés. Même en contrôlant l'éventuelle endogénéité de la relation propriété-performance, les résultats indiquent clairement que la performance des sociétés Sep \neq 1 est associée de manière positive au contrôle des votes exercé par le véritable actionnaire principal alors qu'aucune tendance n'est décelée pour les sociétés canadiennes Sep=1. En revanche, nous notons, par rapport aux analyses précédentes que le contrôle par des investisseurs institutionnels apparaît jouer un rôle positif sur la performance des sociétés Sep \neq 1 (RCI et ROA : 10 %) alors que l'incidence de l'endettement n'a plus d'impact significatif sur la performance des sociétés Sep=1.

3.4. Tests de l'hypothèse 2

L'hypothèse 2a porte sur les effets combinés du niveau de séparation capital/votes et de la concentration du contrôle des droits de vote sur la performance des sociétés. L'hypothèse 2b qualifie ces effets combinés pour certains intervalles de contrôle. Claessens et *al.* (1999,

³⁰ Le système d'équations simultanées à deux niveaux (2SLS) constitue une autre alternative pour contrôler le phénomène d'endogénéité. Cependant, parce que nos modèles sont construits de sorte que la performance des sociétés (au temps t_1) est associée à leur structure de propriété en début d'exercice (t_0), cette technique ne peut-être utilisée. En effet, cette approche comporterait un problème de spécification dans la mesure où une des équations dans le système aurait comme variable dépendante, la concentration des votes au temps t_0 , laquelle serait expliquée par la performance au temps t_1 .

2001) et Faccio et Lang (1999) sont les premiers à avoir étudié empiriquement la question. Dans le premier cas, les auteurs ont examiné l'incidence de la séparation capital/votes sur la performance de près de 3 000 sociétés ouvertes d'Asie de l'Est³¹. Les résultats ont démontré un impact négatif sur la performance d'autant plus important que la propriété du capital se sépare du contrôle formel des votes. Dans le second cas, Faccio et Lang (1999) n'ont décelé aucune incidence significative sur la performance de près de 4 000 sociétés ouvertes d'Europe de l'ouest³².

Tableau 6 – Analyse de régression linéaire par intervalles

	Signe	Sociétés Sep≠1			Sociétés Sep=1		
		RCI	ROA	VMAVC	RCI	ROA	VMAVC
Var. indép.							
Constante		-3,175 (-0,237)	-4,330 (-0,504)	2,576 (0,990)	6,671 (0,697)	1,656 (0,241)	1,064 (0,728)
C0-5	+				0,667 (0,814)	0,630 (1,066)	0,111 (0,908)
C5-25	-	0,124 (2,497) ^b	0,071 (2,308) ^b	0,014 (1,450)	0,171 (1,459)	0,192 (2,304) ^b	0,004 (0,215)
C25+	+	0,196 (3,501) ^a	0,124 (3,446) ^a	0,017 (1,534)	0,048 (1,302)	0,034 (1,315)	-0,005 (-0,889)
Seul	-	0,359 (0,182)	-0,277 (-0,220)	-0,719 (-1,856) ^c	-0,095 (-0,065)	0,786 (0,757)	0,291 (1,289)
Interne	-	-12,183 (-3,578) ^a	-6,323 (-2,870) ^a	-0,908 (-1,382)	-3,332 (-1,916) ^c	-1,619 (-1,311)	-0,063 (-0,247)
Individu	?	8,047 (2,097) ^b	5,366 (2,169) ^b	1,561 (1,890) ^c	3,738 (2,261) ^b	1,549 (1,334)	0,763 (2,981) ^a
Institution	?	11,124 (1,673) ^c	7,360 (1,712) ^c	0,227 (0,166)	-0,206 (-0,104)	-1,559 (-1,108)	-0,098 (-0,323)
Age5	?	1,604 (0,539)	2,327 (1,241)	0,341 (0,566)	-0,615 (-0,397)	0,047 (0,043)	-0,022 (-0,089)
Age10	+	4,564 (2,047) ^b	1,076 (0,764)	-0,477 (-1,099)	2,461 (1,788) ^c	0,606 (0,616)	0,065 (0,324)
Dette	-	-10,670 (-2,223) ^b	-11,003 (-3,776) ^a	-0,909 (-0,967)	-4,394 (-1,408)	-6,034 (-3,051) ^a	-0,159 (-0,331)
R&D	+			-1,047 (-0,097)			3,671 (0,784)
Taille	+	0,411 (0,529)	0,637 (1,320)	-0,029 (-0,194)	0,117 (0,244)	0,134 (0,393)	0,002 (0,033)
Perf ₁₀	+	0,345 (4,729) ^a	0,455 (5,719) ^a	0,084 (2,065) ^b	0,229 (5,667) ^a	0,156 (3,952) ^a	0,479 (9,195) ^a
Secteurs		incl.	incl.	incl.	incl.	incl.	incl.
R ² ajusté		0,360	0,560	0,222	0,270	0,208	0,459
Proba.		<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01
n		146	151	142	310	320	302

a, b, c significativement différent de zéro à 1 %, 5 % et 10 % respectivement. Voir l'annexe 1 pour une définition des variables

³¹ Neuf pays sont représentés : Hong Kong, Indonésie, Japon, Corée, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande.

³² Cinq pays sont représentés : Allemagne, Espagne, France, Italie et Royaume-Uni.

À l'instar de ces études, nous testons dans un premier temps la nature de la relation entre la performance des sociétés canadiennes et le niveau de séparation capital/votes en utilisant un modèle où la performance des sociétés est régressée sur le contrôle des votes du véritable actionnaire principal (C), le niveau de séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes (Sep) et les autres variables indépendantes, *Seul*, *Interne*, *Individu*, *Institution* ainsi que les variables de contrôle (âge, taille, secteur, la dette et les dépenses en R&D). Rappelons que le niveau de séparation (Sep) représente le ratio P/C et qu'un ratio se rapprochant de zéro indique un niveau important de séparation de la propriété du capital et du contrôle des droits de vote. Nous utilisons le modèle suivant :

$$\text{Perf} = \alpha + \beta_1 C + \beta_2 \text{Sep} + \beta_3 \text{Interne} + \beta_4 \text{Seul} + \beta_5 \text{Individu} + \beta_6 \text{Institution} + \partial \text{Var. de contrôle} + e \quad (4)$$

Tableau 7 – Analyse de régression linéaire

	Signe	Ensemble des sociétés			Sociétés contrôlées (C≥5 %)		
		RCI	ROA	VMAVC	RCI	ROA	VMAVC
Var. indép.							
Constante		4,998 (0,611)	2,878 (0,498)	1,519 (1,114)	8,374 (0,837)	6,876 (0,999)	2,224 (1,260)
C	+	0,089 (3,319) ^a	0,048 (2,546) ^b	0,006 (1,200)	0,094 (3,238) ^a	0,053 (2,703) ^a	0,003 (0,654)
Sep	+	1,929 (1,062)	1,912 (1,514)	0,126 (0,734)	1,745 (0,925)	1,834 (1,437)	-0,076 (-0,228)
Seul	-	-0,293 (-0,246)	0,685 (0,826)	-0,051 (-0,250)	-0,258 (-0,209)	0,728 (0,872)	-0,019 (-0,088)
Interne	-	-4,739 (-3,149) ^a	-2,250 (-2,137) ^b	-0,322 (-1,252)	-4,651 (-2,724) ^a	-2,371 (-2,042) ^b	-0,300 (-1,022)
Individu	?	4,795 (3,188) ^a	2,154 (2,062) ^b	0,583 (2,290) ^b	4,656 (2,896) ^a	2,039 (1,880)*	0,537 (1,877)*
Institution	?	1,142 (0,660)	-0,380 (-0,314)	-0,418 (-1,391)	1,108 (0,539)	-0,499 (-0,357)	-0,474 (-1,286)
Age5	?	-0,452 (-0,317)	0,429 (0,434)	0,047 (0,181)	-0,994 (-0,602)	0,055 (0,050)	-0,052 (-0,169)
Age10	+	3,569 (3,012) ^a	1,227 (1,481)	-0,035 (-0,176)	3,791 (2,854) ^a	1,278 (1,412)	-0,036 (-0,157)
Dette	-	-11,620 (-4,566) ^a	-13,944 (-9,516) ^a	-0,167 (-0,376)	-13,506 (-4,827) ^a	-15,045 (-9,812) ^a	-0,379 (-0,764)
R&D	+			2,999 (5,552) ^a			20,279 (4,334) ^a
Taille	+	0,476 (1,168)	0,346 (1,220)	0,040 (0,574)	0,418 (0,907)	0,305 (0,974)	0,045 (0,548)
Secteurs		incl,	incl,	incl,	incl,	incl,	incl,
R ² ajusté		0,210	0,237	0,220	0,199	0,267	0,187
Proba.		<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01
n		457	472	450	389	402	379

a, b, c significativement différent de zéro à 1 %, 5 % et 10 % respectivement. Voir l'annexe 1 pour une définition des variables

Les premières colonnes du tableau 7 indiquent que pour l'ensemble des sociétés étudiées, la séparation capital/votes ne semble pas affecter la performance. Bien que positif, le coefficient de la variable Sep s'avère statistiquement non significatif aux seuils conventionnels. Par ailleurs, nous constatons que la concentration des votes (C) continue d'être associée positivement à la performance des sociétés canadiennes. Du point de vue statistique, ces résultats sont nets pour les deux indicateurs comptables (RCI : 1 %, ROA : 5 %). En somme, cela peut sembler indiquer que les risques d'expropriation de la richesse au Canada sont atténués par une meilleure convergence des intérêts grâce notamment à la concentration de la propriété dans les mains de l'actionnaire dominant.

Le même constat survient lorsque nous effectuons les tests uniquement sur les sociétés contrôlées par un actionnaire dominant³³. Cependant, nous notons que l'association positive entre la performance et la concentration des votes (C) apparaît plus forte, tant du point de vue statistique qu'économique. En outre, ces résultats suggèrent que la concentration des votes joue un rôle positif encore plus déterminant lorsque le véritable actionnaire principal possède suffisamment de pouvoir pour exproprier la richesse des autres actionnaires.

L'hypothèse 2b prévoit que l'incidence de la séparation capital/votes sur la performance des sociétés, plutôt que d'être linéaire et monotone, dépend également de la capacité l'actionnaire dominant de même que de sa motivation à exproprier les autres actionnaires. Dans le premier cas, la capacité ou le pouvoir de l'actionnaire dominant peut-être exprimée à l'aide du pourcentage des votes contrôlé. Plus il détient un pourcentage élevé des votes, plus il est en mesure de faire valoir ses propres intérêts. Dans le second cas, la motivation ou l'incitation de l'actionnaire dominant à exproprier les autres actionnaires est exprimée à l'aide du pourcentage du capital détenu, soit ses droits résiduels sur les flux monétaires de la société contrôlée. Plus sa participation est faible, plus son incitation à exproprier croît. L'hypothèse 2b prévoit donc que le niveau de séparation capital/votes se traduira par des effets négatifs sur la performance des sociétés canadiennes lorsque celles-ci sont contrôlées par un actionnaire dominant (5 % et plus des votes) qui ne détient qu'une faible part dans le capital, soit 25 % ou moins.

³³ C'est-à-dire, en éliminant des 487 sociétés, les sociétés dont le véritable actionnaire exerce moins de 5 % des votes.

Afin de tester cette hypothèse, nous avons recours au modèle de régression linéaire suivant :

$$\text{Perf} = \alpha + \beta_1 C + \beta_2 \text{Gr20Sep} + \beta_3 \text{Gr30Sep} + \beta_4 \text{Seul} + \beta_5 \text{Interne} + \beta_6 \text{Individu} + \beta_7 \text{Institution} + \partial \text{Var. de contrôle} + e \quad (5)$$

Ce modèle se différencie du précédent dans la mesure où l'incidence de la séparation capital/votes (Sep) sur la performance est décomposée selon deux intervalles. Aussi, nous retrouvons les variables Gr20Sep et Gr30Sep, lesquelles sont formées à partir de l'interaction de la variable Sep avec les variables auxiliaires Gr20 et Gr30. Le coefficient de la variable Gr20Sep permet d'estimer l'incidence du niveau de séparation capital/votes sur la performance des sociétés contrôlées par un actionnaire dominant ayant une part dans le capital équivalant à 25 % ou moins. La variable Gr30Sep permet de mesurer cette relation pour les sociétés contrôlées par un actionnaire possédant plus de 25 % du capital. Un signe positif pour la variable Gr20Sep (Gr30Sep) signifie que la séparation entre la propriété du capital et le contrôle des votes est dommageable à la performance des sociétés à l'intérieur du segment de concentration 5-25 (25⁺).

Afin de prendre en considération la nature potentiellement endogène de la relation propriété-performance, nous procédons de la même manière que lors des tests effectués pour vérifier l'hypothèse H₁. La procédure retenue consiste à introduire, parmi les variables indépendantes, la performance au temps t₀. Les résultats portant sur les sociétés canadiennes contrôlées sont présentés dans le tableau 8.

Conformément à nos prévisions, nous constatons que le coefficient de la variable Gr20Sep est positif et statistiquement significatif, sauf lorsque la performance est estimée à l'aide de la VMAVC³⁴. Ces résultats suggèrent un impact négatif du niveau de séparation capital/votes sur la performance quand l'actionnaire principal contrôle la société avec moins de 25 % du capital. Or, cette tendance négative sur la performance n'est pas observée lorsque le véritable actionnaire principal détient plus de 25 % du capital. En effet, aucun des coefficients de la variable Gr30Sep n'est statistiquement différent de zéro.

³⁴ Statistiquement significatif au seuil de 5 % pour les deux indicateurs comptables.

Tableau 8 – Analyse de régression linéaire par intervalle
($n: C \geq 5 \%$)

	Signe	Ensemble des sociétés			Sociétés contrôlées ($C \geq 5 \%$)		
		RCI	ROA	VMAVC	RCI	ROA	VMAVC
Var. indép.							
Constante		4,227 (0,415)	3,952 (0,565)	1,980 (1,055)	4,676 (0,484)	4,274 (0,653)	1,685 (1,004)
C	+	0,141 (3,794) ^a	0,086 (3,419) ^a	0,007 (1,025)	0,118 (3,313) ^a	0,075 (3,206) ^a	0,010 (1,568)
Gr20Sep	+	5,222 (2,047) ^b	4,300 (2,474) ^b	0,177 (0,389)	4,149 (1,708)*	3,702 (2,274) ^b	0,725 (1,685)*
Gr30Sep	+	1,251 (0,660)	1,543 (1,208)	-0,113 (-0,335)	0,725 (0,402)	0,796 (0,664)	0,265 (0,841)
Seul	-	-0,621 (-0,508)	0,472 (0,561)	-0,041 (-0,188)	-0,552 (-0,467)	0,422 (0,537)	-0,167 (-0,820)
Interne	-	-4,219 (-2,462) ^b	-2,052 (-1,760)*	-0,269 (-0,909)	-4,186 (-2,571) ^b	-1,902 (-1,744)*	-0,262 (-0,959)
Individu	?	4,740 (2,960) ^a	2,119 (1,961)*	0,541 (1,891)*	4,183 (2,744) ^a	1,913 (1,893)*	0,587 (2,204) ^b
Institution	?	0,772 (0,376)	-0,751 (-0,538)	-0,500 (-1,350)	0,869 (0,446)	-0,573 (-0,439)	-0,472 (-1,380)
Age5	?	-0,954 (-0,580)	0,100 (0,091)	-0,042 (-0,137)	-1,067 (-0,683)	0,165 (0,160)	-0,064 (-0,224)
Age10	+	3,997 (3,013) ^a	1,419 (1,570)	-0,022 (-0,097)	3,993 (3,168) ^a	1,363 (1,613)	0,015 (0,069)
Dette	-	-12,758 (-4,539) ^a	-14,885 (-9,739) ^a	-0,301 (-0,596)	-7,454 (-2,661) ^a	-8,885 (-5,395) ^a	0,695 (-1,451)
R&D	+			20,189 (4,312) ^a			8,769 (1,932)*
Taille	+	0,399 (0,868)	0,302 (0,971)	0,043 (0,523)	0,063 (0,145)	-0,021 (-0,072)	0,016 (0,205)
Perf _{t0}		--	--	--	0,413 (6,263) ^a	0,282 (7,333) ^a	0,211 (7,964) ^a
Secteurs		incl.	incl.	incl.	Incl.	incl.	incl.
R ² ajusté		0,206	0,273	0,186	0,283	0,365	0,313
Proba.		<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01
n		389	402	379	389	402	375

a, b, c significativement différent de zéro à 1 %, 5 % et 10 % respectivement. Voir l'annexe 1 pour une définition des variables.

En ce sens, même si l'écart entre la propriété du capital et le contrôle des votes s'accroît, l'incitation de l'actionnaire dominant à exproprier la richesse des autres actionnaires semble atténuée quand il absorbe une part suffisamment importante des coûts (plus de 25 % du capital détenu). Enfin, outre les effets associés à la séparation capital/votes, la performance comptable demeure corrélée positivement avec le pourcentage des votes contrôlés par l'actionnaire dominant (RCI et ROA : 1 %). Ces résultats démontrent que même si la concentration de la propriété atténue les risques d'expropriation, l'écart entre la participation au capital de l'actionnaire dominant et son contrôle

des votes entraîne, dans certaines circonstances, des effets négatifs sur la performance des sociétés canadiennes.

Les résultats présentés à l'extrême droite du tableau 8 démontrent que même en contrôlant pour l'endogénéité, la performance des sociétés canadiennes est affectée négativement par le niveau de séparation entre la propriété du capital et le contrôle des votes du véritable actionnaire principal lorsque ce dernier détient moins de 25 % du capital. Dès que le véritable actionnaire principal absorbe plus de 25 % du coût de ses décisions, la séparation capital/votes n'a plus d'effet significatif sur la performance des sociétés canadiennes contrôlées. Ces résultats corroborent l'hypothèse 2b.

Conclusion

Comme objectif principal, cette recherche a pour but d'enrichir le débat sur le lien existant entre la performance des sociétés et leur structure d'actionariat en fournissant des évidences empiriques d'une part, sur les effets de la concentration des votes sur la performance des sociétés canadiennes, d'autre part, sur l'incidence du phénomène de la séparation capital/votes.

De manière générale, les résultats confirment partiellement nos deux hypothèses de recherche. Selon notre première hypothèse, la relation entre la performance des sociétés canadiennes et le pourcentage des votes contrôlé par le véritable actionnaire principal est de nature linéaire non monotone, reflétant à la fois les avantages de la concentration de la propriété, en termes de convergence des intérêts, et les inconvénients, en termes d'enracinement. Les résultats démontrent, dans le cas des sociétés ayant une séparation capital/votes, une relation positive suggérant une domination de la convergence des intérêts mais ces effets positifs apparaissent légèrement plus faibles quand le véritable actionnaire principal contrôle la société avec une participation au capital inférieure à 25 %. En ce sens, ces résultats concordent avec l'argumentation voulant que les coûts associés à l'enracinement de l'actionnaire sont plus prononcés lorsque ce dernier contrôle la société avec une part relativement modeste du capital (Morck et *al.*, 1988 ; Stulz, 1988). En revanche, de tels résultats ne sont pas observés dans le cas des sociétés canadiennes n'ayant aucune séparation capital/votes. Il apparaît plutôt que la performance de ces sociétés

n'est aucunement associée à la concentration des votes dans les mains du véritable actionnaire principal. Ces résultats nous portent à conclure que la concentration de la propriété joue un rôle positif déterminant en vue d'atténuer les conflits d'intérêts entre l'actionnaire dominant et le reste des actionnaires, mais plus particulièrement en présence d'une séparation participation au capital/contrôle des votes.

Selon notre seconde hypothèse de recherche, le degré de séparation capital/votes qui caractérise les sociétés ouvertes canadiennes ne contribue pas à accentuer, de manière générale, les risques d'expropriation des actionnaires minoritaires. Comparativement à de nombreux pays, le Canada offre un cadre institutionnel permettant de protéger relativement bien les investisseurs. Toutefois, nous posons comme hypothèse qu'une fois la capacité de l'actionnaire dominant de même que son incitation à exproprier les petits actionnaires prises en considération, le degré de séparation capital/votes peut affecter négativement la performance des sociétés, en particulier dans les cas où l'actionnaire détient suffisamment de pouvoir pour s'enraciner sans pour autant supporter une part significative du coût de ses décisions.

À l'instar des études européennes (Faccio et Lang, 1999 ; Cronqvist et Nilsson, 2002), les résultats ont démontré que la performance des sociétés canadiennes n'est en moyenne, pas affectée par le degré de séparation capital/votes. Par contre, dans les cas où le véritable actionnaire principal exerce le contrôle de la société avec moins de 25 % du capital, plus l'écart entre la propriété du capital et le contrôle des votes se creuse, plus la performance des sociétés se détériore. Ces derniers résultats soulignent toute l'importance de considérer non seulement le degré de séparation capital/votes mais également le pouvoir de l'actionnaire dominant de même que ses motivations à exproprier afin de tester l'incidence du phénomène de séparation capital/votes sur la performance des sociétés. En outre, malgré la qualité du système de gouvernance des sociétés au Canada, nous sommes portés à conclure que selon les circonstances, le degré de séparation capital/votes exacerbe les coûts associés à l'enracinement de l'actionnaire dominant et affecte négativement la performance des sociétés canadiennes.

Bibliographie

- Agrawal A. et Knoeber C.R. (1996), « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, September, p. 377-397.
- Amoako-Adu B. et Smith B.F. (1995), « Outside Financial Directors and Corporate Governance », in *Corporate Decision-Making in Canada*, University of Calgary Press.
- Attig N., Gadhoum Y. et Lang L.H.P. (2002), « Bid-Ask Spread, Asymmetric Information and Ultimate Ownership », *National Bureau of Economic Research*.
- Bebchuk L., Kraakman R. et Triantis G. (1999), « Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity : The Creation and Agency Cost of Separating Control from Cash Flow Rights », *National Bureau of Economic Research*.
- Berle A. et Means G.C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan.
- Black B.S. (1990), « Shareholder Passivity Reexamined », *Michigan Law Review*, vol. 89, p. 520-607.
- Burkart M., Gromb D. et Panunzi F. (1997), « Large Shareholders, Monitoring and the Value of the Firm ». *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, p. 693-728.
- Charreaux G., (1997), « Modes de contrôle des dirigeants et performance des firmes », in G. Charreaux, *Le gouvernement des entreprises*, Economica.
- Chen H., Hexter J.L. et Hu M.Y. (1993), « Management Ownership and Corporate Value », *Managerial and Decision Economics*. vol. 14, p. 335-46.
- Cho M.H. (1998), « Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value : An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 47, p. 103-121.
- Claessens S., Djankov S. et Lang L. (2000), « The Separation of Ownership and Control in East Asia Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, p. 81-112.
- Claessens S., Djankov S., Fan J. et Lang L. (1999), « Expropriation of Minority Shareholders in East Asia », *National Bureau of Economics Research*.

- Claessens S., Djankov S., Fan J. et Lang L. (2001), « Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings », *National Bureau of Economics Research*.
- Claessens S., Djankov S. et Lang L. (1999), « Who Controls East Asian Corporation ? » . *National Bureau of Economics Research*.
- Cronqvist et Nilsson (2002), « Agency Costs of Controlling Minority Shareholders », *National Bureau of Economics Research*.
- Daniels R.J. et Halpern P. (1996), « Too Close for Comfort : The Role of the Closely Held Public Corporation in the Canadian Economy and the Implications for Public Policy », *The Canadian Business Law Journal*, vol. 26, p. 11-62.
- Daniels R.J. et Morck R. (1995), « Le défi posé par la régie des sociétés au Canada », in *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, University of Calgary Press.
- Demsetz H. (1983), « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, p. 375-390.
- Demsetz H. et Lehn K. (1985), « The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, p. 1155-1177.
- Faccio M. et Lang L.H.P. (1999), « The Separation of Ownership and Control : An Analysis of Ultimate Ownership in Western European Corporations ». *National Bureau of Economics Research*.
- Faccio M. et Lasfer M.A. (1999), « Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value : The UK Evidence ». *National Bureau of Economics Research*.
- 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.
- Harris M et Raviv A. (1988), « Corporate Governance : Voting Rights and Majority Rules », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 203-35.
- Harvey C.R., Lins K.V. et Roper A.H. (2001), « The Effect of Capital Structure When Agency Expected Costs are Extreme », *National Bureau of Economics Research*.
- Hermalin B.E. et Weisbach M.S. (1991), « The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance », *Financial Management*, vol. 20, p. 101-112.
- Himmelberg C.P., Hubbard R.G. et Pallia D. (1999), « Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between

- Ownership and Performance », *Journal of Financial Economics*, p. 353-384.
- Holderness C.G., Kroszner R.S. et Sheehan D.P. (1999), « Were the Good Old Days that Good ? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression ». *Journal of Finance*, n° 2, p. 435-470.
- Holderness C.G. et Sheehan D.P. (1998), « Constraints on Large-Block Shareholders », *Social Sciences Research Network*.
- Jensen M.C. (1986) « Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, p. 323-329.
- Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.
- Klein A. (1998), « Firm Performance and Board Committee Structure », *Journal of Law and Economics*, vol. 41, p. 275-299.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer A. (1999), « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, p. 471-518.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W. (1997), « Legal Determinants of External Finance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, p. 1131-1150.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W. (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, p. 1113-1155.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W. (1999), « Investor Protection : Origins, Consequences, Reform », *National Bureau of Economic Research*.
- Leland H. et Pyle D. (1977), « Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation », *Journal of Finance*, vol. 32, p. 371-387.
- MacIntosh J.G. (1994), « The Role of Institutional and Retail Shareholders in Canadian Capital Markets », *Osgoode Hall Law Journal*, vol. 32, p. 371-472.
- MacIntosh J.G. et Schwartz L.P. (1995), « Do Institutional and Controlling Shareholders Increase Corporate Value », in *Corporate Decision-Making in Canada*, University of Calgary Press.
- McConnell J. et Servaes H. (1995), « Equity Ownership and the Two Faces of Debt », *Journal of Financial Economics*, vol. 39, p. 131-157.

- McConnell J. et Servaes H. (1990), « Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 595-612.
- Meggison L.W. (2000), « Corporate Governance in Publicly-Quoted Companies », Présentation à la conférence sur Corporate Governance of State-Owned Enterprises in China.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R.W. (1988), « Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 293-315.
- Morck R., Stangeland D.A. et Yeung B. (1998), « Inherited Wealth, Corporation Control and Economic Growth : The Canadian Disease? », *National Bureau of Economic Research*.
- Morck R. et Stangeland D.A. (1994), « Corporate Performance and Large Shareholders », Document de travail n° 4-94, University of Alberta.
- Patry M. et Poitevin M. (1995), « Why Institutional Investors are not Better Shareholders », in *Corporate Decision-Making in Canada*, University of Calgary Press.
- Rao P.S. et Lee-Sing C.R. (1995), « Governance Structure, Corporate Decision-Making and Firm Performance in North America », in *Corporate Decision-Making in Canada*, University of Calgary Press.
- Shleifer A. et Vishny R.W. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, p. 737-781.
- Shleifer A. et Vishny R.W. (1986), « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, p. 461-488.
- Short, H. et Keasey K. (1999), « Managerial Ownership and the Performance of Firms : Evidence from the UK », *Journal of Corporate Finance*, vol. 5, p. 79-101.
- Smith A. (1776), *The Wealth of Nations*, Cannon Edition.
- Stiglitz J.E. (1985), « Credit Markets and the Control of Capital », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 12, n° 2, p. 133-152.
- Stulz R. (1988), « On Takeover Resistance, Managerial Discretion and Shareholder Wealth », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 25-54.
- The Toronto Stock Exchange (1994), *Where Were The Directors ?*, *Guidelines for improved Corporate Governance in Canada*, Report of the Committee on Corporate Governance in Canada.

Weir C., Laing D. et McKnight P.J. (2002), « An Empirical Analysis of the Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Performance of UK Firms », *National Bureau of Economic Research*.

Annexe 1 – Définition des variables

<i>La propriété</i>	
P	Pourcentage de participation au capital du véritable actionnaire principal (VAP)
C	Pourcentage des droits de votes exercé directement et indirectement par le VAP
C0-5	Pourcentage des droits de votes du VAP lorsque $< 5\%$, sinon 0
C5-25	Pourcentage des droits de votes du VAP lorsque $\geq 5\%$ mais $P \leq 25\%$, sinon 0
C25+	Pourcentage des droits de votes du VAP lorsque $\geq 5\%$ mais $P > 25\%$, sinon 0
Sep	Ratio P/C
Gr20Sep	Sep lorsque $C \geq 5\%$ mais $P \leq 25\%$, sinon 0
Gr30Sep	Sep lorsque $C \geq 5\%$ mais $P > 25\%$, sinon 0
Interne	1 si le VAP est un dirigeant, un administrateur ou est représenté au conseil d'administration, sinon 0
Seul	1 si le VAP est le seul actionnaire détenant au moins 5 % des votes, sinon 0
Individu	1 si le VAP est un individu ou les membres d'une famille, sinon 0
Institution	1 si le VSAP est une institution financière, sinon 0
PY	1 si la société sélectionnée est contrôlée via une structure pyramidale
ADVM	1 si la société sélectionnée a émis des actions à droits de vote multiples
<i>Variables de contrôle</i>	
Age5	1 si la société a un historique de ventes sur <i>Stockguide</i> d'au moins cinq années, sinon 0
Age10	1 si la société a un historique de ventes sur <i>Stockguide</i> d'au moins dix années, sinon 0
Dette	Dette à long terme sur les actifs
R&D	Dépenses en recherche et développement sur les actifs
Taille	Logarithme des actifs à la fin de l'exercice financier
Secteur	22 des 23 variables auxiliaires représentant le secteur d'activité
<i>La performance</i>	
RCI	BAIL divisé par la somme des capitaux propres et de la dette à long terme
ROA	Bénéfice net sur total de l'actif
VMAVC	Valeur boursière de l'action à la clôture sur sa valeur comptable (Capitaux propres divisés par le nombre d'actions)