

# L'impact de la gouvernance sur le niveau des disponibilités des entreprises : le cas du Japon

---

Pascal NGUYEN

*UTS Business School  
University of Technology Sydney*

Sophie NIVOIX

*IAE de Poitiers, CEREGE*

Classification JEL : G32, G34 – Réception : juin 2011; Acceptation : octobre 2011

Correspondance : *pascal.nguyen@uts.edu.au, sophie.nivoix@univ-poitiers.fr*

*Résumé* : Dans cette étude portant sur un vaste échantillon de sociétés japonaises, nous montrons que, comme aux États-Unis, une bonne gouvernance se traduit par un niveau de disponibilités plus élevé. Toutefois, cette relation ne s'explique pas par le fait que les sociétés japonaises à faible gouvernance procèdent à plus d'investissements, mais résulte du fait que la qualité de leurs investissements est généralement moins bonne, ce qui conduit à des flux de liquidités plus faibles. Dans l'ensemble, cette étude démontre que l'impact négatif de la gouvernance sur les disponibilités observé sur la base d'indicateurs internationaux ne s'applique pas en utilisant les variables de gouvernance habituelles.

*Mots clés*: disponibilités – gouvernance – flexibilité – surinvestissement – Japon.

*Abstract* : In this study of a large sample of Japanese firms we show that, consistent with US findings, better governance structures are associated with larger cash holdings. However, this positive relation is not explained by the fact that Japanese firms with weaker governance structures are prone to overinvest, but stems from the fact that their investments exhibit significantly lower quality and thus generate lower cash flows. Overall, our results show that the negative relation between corporate governance and cash holdings observed in cross-country studies does not apply using standard governance variables.

*Keywords*: cash – governance – flexibility – overinvestment – Japan.

La qualité de la gouvernance a une influence profonde sur de nombreux aspects de la politique financière des entreprises. Ceci n'est pas surprenant dans la mesure où la gouvernance couvre non seulement les relations entre actionnaires et dirigeants, mais aussi les règles portant sur l'étendue des pouvoirs de ces derniers. Afin de réguler ces relations, des mécanismes de contrôle de nature différente peuvent être mis en place (Charreaux, 2003). Il existe ainsi des mécanismes externes opérant à travers le marché financier ou le marché de l'emploi des dirigeants. En parallèle, il existe des mécanismes internes, comme le Conseil d'Administration, dont le rôle est de contrôler et de sanctionner d'éventuelles défaillances de la part des dirigeants. L'importance relative de ces modes de contrôle conduit à deux structurations majeures de la sphère économique. D'un côté, le système anglo-saxon (États-Unis, Grande-Bretagne) vise avant tout à maximiser la richesse des actionnaires. De l'autre, les systèmes rhénan et japonais tendent à concilier les intérêts d'un plus grand nombre de parties prenantes dans la vie des entreprises.

Une question majeure concernant la qualité de la gouvernance est son effet sur le niveau des disponibilités de l'entreprise. D'un certain point de vue, les dirigeants peuvent être tentés d'accumuler des liquidités afin de se protéger contre une évolution défavorable de leurs résultats ou décourager une prise de contrôle hostile (Harford, 1999). Ces liquidités abondantes n'ont alors d'autre rôle que d'aider à l'enracinement des dirigeants. A l'inverse, il existe des preuves incontestables que les dirigeants cherchent souvent à accroître à tout prix la taille de leur entreprise (Jensen, 1986). De telles décisions allant à l'encontre des intérêts des actionnaires peuvent s'expliquer par le fait que les firmes de grande taille offrent plus de pouvoir et une meilleure rémunération à leurs dirigeants. Dans ce cas, les entreprises ont tendance à avoir peu de disponibilités du fait qu'elles les dépensent facilement dans des projets comme, par exemple, l'acquisition d'un concurrent.

L'objectif de cet article est d'analyser la relation entre la qualité de la gouvernance et le niveau des disponibilités des firmes dans le cas du Japon. Les études existantes s'intéressent soit aux entreprises américaines (Harford et *al.*, 2008) soit aux différences entre pays (Dittmar et *al.*, 2003 ; Lins et Kalcheva, 2004 ; Pinkowitz et *al.*, 2004) et leurs résultats apparaissent pour le moins contradictoires. D'un côté,

les études internationales soulignent qu'une meilleure protection des actionnaires conduit à des niveaux de disponibilités plus faibles. De l'autre, Harford et *al.* (2008) montrent qu'aux États-Unis une meilleure protection des actionnaires se traduit par des niveaux de disponibilités plus élevés. L'explication de ce paradoxe semble venir du fait que le contrôle des firmes américaines par le marché financier est généralement efficace, ce qui dissuade les dirigeants d'amasser des excédents de trésorerie comme cela peut être le cas dans d'autres pays. Même si au Japon le niveau de protection des actionnaires est en théorie satisfaisant (La Porta et *al.*, 2000), le marché financier y joue un rôle moins important dans le contrôle des dirigeants. Ainsi, il est possible de se demander si un résultat similaire à celui de Harford et *al.* (2008) est en mesure d'exister dans un contexte aussi différent.

La suite de l'article est organisée de la façon suivante : La section 1 présente une rapide revue de la littérature ainsi que les hypothèses testées. La section 2 est consacrée à la description des données. La section 3 contient les résultats de l'étude empirique.

## **1. L'influence des conflits d'agence sur le niveau de disponibilités**

Nous commençons par décrire le cadre général de la recherche avant de souligner les spécificités du contexte japonais, puis de présenter les hypothèses testées.

### ***1.1. Contexte théorique et résultats antérieurs***

Chaque fois qu'une entreprise doit lever des capitaux, elle s'expose à un contrôle rigoureux de la part d'investisseurs soucieux de la rentabilité de leurs fonds (Easterbrook, 1984). C'est la raison pour laquelle les entreprises devraient verser des dividendes élevés, plutôt que de conserver leurs liquidités, afin de pouvoir bénéficier de ce mécanisme de contrôle externe. Une telle conclusion dépend naturellement des opportunités de croissance de l'entreprise. En effet, les actionnaires n'auraient rien à gagner à recevoir des dividendes élevés, si l'entreprise devait structurellement manquer de fonds pour financer son développement. Cependant, l'idée générale est de priver

les dirigeants d'une partie de leurs marges de manœuvre concernant l'emploi des disponibilités de l'entreprise afin de les forcer à en justifier l'utilisation.

Cette situation crée manifestement un conflit d'agence faisant que seuls les dirigeants des firmes pour lesquelles les droits des actionnaires sont bien protégés acceptent de réduire le niveau de leurs disponibilités. Dittmar et *al.* (2003) valident ce raisonnement dans une étude sur 45 pays utilisant la mesure des droits des actionnaires développée par La Porta et *al.* (1998). Par ailleurs, Lins et Kalcheva (2007) observent que, dans les pays où la protection des actionnaires est faible, la valeur des entreprises diminue lorsque les dirigeants contrôlent des disponibilités importantes. Pinkowitz et *al.* (2004) aboutissent à un résultat analogue en se focalisant sur les actionnaires minoritaires. Dans un registre voisin, La Porta et *al.* (2000) montrent qu'une meilleure protection des droits des actionnaires est associée à une distribution de dividendes plus élevés.

Il importe également de savoir si les firmes disposant de liquidités importantes investissent davantage. Le problème est qu'elles peuvent dans ce cas être amenées à entreprendre des projets non créateurs de valeur. Les résultats d'Opler et *al.* (1999) vont dans ce sens puisqu'ils indiquent que les firmes ayant des excédents de liquidité réalisent plus d'investissements et d'acquisitions, même lorsque leurs perspectives paraissent peu intéressantes. Harford (1999) note au passage que les entreprises ayant des disponibilités importantes encourent un risque élevé d'effectuer de mauvaises acquisitions. Sans surprise, Bliss et Rosen (2001) montrent que la rémunération des dirigeants a tendance à augmenter suite à une opération d'acquisition, que celle-ci soit profitable ou non. Ainsi, il apparaît qu'un contrôle insuffisant des dirigeants par les actionnaires a de fortes chances de mener à des surinvestissements.

Lorsque l'entreprise possède une bonne gouvernance, les dirigeants disposent d'une latitude restreinte pour procéder à des dépenses discrétionnaires, ce qui préserve les liquidités de l'entreprise et contribue à en faire accroître le niveau. Lorsque ce n'est pas le cas, Dittmar et Mahrt-Smith (2007) constatent que les firmes engloutissent plus facilement leurs disponibilités dans des opérations destructrices de valeur. Par ailleurs, l'existence de liquidités élevées ne semble pas avoir d'impact sur la performance opérationnelle lorsque la firme

possède une bonne gouvernance en raison d'une politique d'investissements plus prudente. À ce titre, Gompers et *al.* (2003) notent qu'une faible qualité de gouvernance conduit non seulement à une plus faible rentabilité, mais aussi à plus d'investissements et plus d'acquisitions. Allant dans le même sens, Harford et *al.* (2008) montrent qu'aux États-Unis les firmes peu respectueuses du droit de leurs actionnaires affichent des disponibilités plus faibles. Ce résultat qui va à l'encontre des études internationales s'expliquerait par le meilleur niveau de protection des actionnaires aux États-Unis comparé aux autres pays, et donc par la moins grande possibilité d'enracinement des dirigeants.

### ***1.2. Spécificités du contexte japonais***

Le Japon est généralement considéré comme un pays où les droits des actionnaires sont bien protégés par le système juridique (La Porta et *al.*, 2000). Cependant, la réalité est que les actionnaires japonais jouent habituellement un rôle passif, laissant aux institutions financières présentes dans le capital de la firme et siégeant à son Conseil d'Administration le soin de superviser la gestion des dirigeants. De surcroît, le marché financier contribue rarement à corriger les défaillances de gestion par le biais de prises de contrôle hostiles. Il résulte de cette situation que les dirigeants japonais disposent d'une latitude plus grande qu'ailleurs, d'où l'existence de coûts d'agence potentiellement importants.

Un premier conflit apparaît dans le fait que les firmes japonaises détiennent des disponibilités très élevées par rapport aux autres pays (Dittmar et *al.*, 2003). S'il est vrai que les liquidités peuvent avoir un rôle stratégique, comme celui de permettre à l'entreprise de résister à un choc économique pour ensuite profiter des difficultés de ses concurrents pour leur ravir des parts de marché (Frésard, 2010), rien n'indique que les firmes japonaises détiennent des liquidités dans ce but précis. De façon plus probable, il semble que l'aversion au risque des dirigeants japonais conduise ces derniers à privilégier la détention de liquidités importantes afin de repousser à plus tard d'éventuelles décisions de restructuration aussi douloureuses pour leurs salariés que pour eux-mêmes. Il va de soi qu'une telle politique n'est pas dans l'intérêt étroit des actionnaires. Un deuxième conflit d'agence découle

du fait que les firmes japonaises affichent des taux d'investissement très élevés, créant ainsi des capacités de production excédentaires que le faible volume d'opérations de fusions et acquisitions parvient rarement à éliminer. D'où une pression continue des prix à la baisse dont les actionnaires pâtissent depuis des années.

La suite de cet article consiste à démontrer que les faiblesses du modèle de gouvernance japonais apparues depuis les années 1990 (Yoshimori, 1998) peuvent être analysées de façon fructueuse à travers la relation entre le niveau et l'usage des disponibilités des entreprises et la qualité de leur gouvernance. En particulier, il paraît important de savoir si la rétention excessive de liquidités par les dirigeants ou leur tendance au surinvestissement constitue le problème principal auquel doit faire face le système japonais.

### ***1.3. Hypothèses testées***

Dans le contexte américain, Harford et *al.* (2008) émettent trois hypothèses concernant le lien entre la gouvernance de la firme et sa détention de liquidités. L'une d'entre elles étant inadaptée au contexte japonais car reposant de façon excessive sur le rôle des asymétries d'information, nous retenons les deux hypothèses suivantes.

***Hypothèse de flexibilité.*** *Les dirigeants privilégient la thésaurisation de liquidités et y parviennent plus facilement lorsque le pouvoir des actionnaires est faible. D'où une relation négative entre la qualité de la gouvernance et le niveau des disponibilités.*

Cette hypothèse s'appuie sur le fait que les dirigeants préfèrent disposer d'une certaine liberté dans l'usage des fonds à leur disposition plutôt que d'être obligés de les affecter immédiatement. L'une des raisons susceptibles d'expliquer la préférence pour les liquidités est que celles-ci permettent de combler des pertes éventuelles sans avoir à faire appel à une injection de capitaux externes. Ainsi, les dirigeants réduisent le risque d'avoir à justifier l'existence de telles pertes et d'être démis de leurs fonctions. De ce fait, les liquidités offrent une forme d'assurance aux dirigeants dont ils n'ont pas à supporter directement le coût qui échoit aux actionnaires. Il s'ensuit que lorsque le contrôle interne de la part des actionnaires est faible, les dirigeants disposent d'une plus grande latitude pour accroître le niveau des disponibilités.

Cela signifie aussi que les firmes dotées de structures de gouvernance déficientes distribuent moins de dividendes. Enfin, on peut s'attendre à ce que ces entreprises soient moins rentables et moins bien valorisées par le marché, puisque les disponibilités permettent de repousser à plus tard des restructurations nécessaires, y compris des changements de stratégies et de dirigeants.

***Hypothèse de dépense.** Les dirigeants privilégient l'accroissement de la taille de la firme et y parviennent plus facilement lorsque le pouvoir des actionnaires est faible. Les liquidités sont alors rapidement englouties dans les investissements. D'où une relation positive entre la qualité de la gouvernance et le niveau des disponibilités.*

Cette hypothèse est fondée sur l'attrait des dirigeants pour l'expansion de leur firme mis en avant par Jensen (1986). Cet attrait s'explique par le fait que les grandes entreprises offrent plus de pouvoir et un plus grand prestige à leurs dirigeants. De surcroît, la rémunération des dirigeants a tendance à augmenter avec la taille de la firme. En ce sens, Bliss et Rosen (2001) montrent que les acquisitions mènent à des hausses de rémunération qui ne sont pas nécessairement liées à leur performance. Les avantages découlant de la taille de l'entreprise expliquent aussi pourquoi les dirigeants répugnent à céder des actifs, même non stratégiques, et ne s'y résignent que lorsqu'ils ne peuvent obtenir de fonds autrement (Lang et al., 1995). De façon générale, la course à la taille s'opère au détriment de la qualité des investissements. Plusieurs études montrent que les actionnaires en sortent largement perdants (Cooper et al., 2008, Yao et al., 2011). La raison pour laquelle ils ne peuvent s'opposer à une telle politique tient au fait que la structure de gouvernance de la firme leur est défavorable. Il s'ensuit que les firmes protégeant mal leurs actionnaires affichent des taux d'investissement élevés et par conséquent un faible niveau de disponibilités. De plus, ces firmes ont tendance à être moins rentables et à être moins bien valorisées car les investissements entrepris sont souvent de mauvaise qualité.

On constate ainsi que les deux hypothèses conduisent à des résultats opposés en cas de mauvaise gouvernance : plus de disponibilités selon l'hypothèse de flexibilité, moins de disponibilités selon l'hypothèse de dépense. La conséquence est toutefois la même concernant la rentabilité

et la valorisation de l'entreprise (comme on peut s'y attendre de la part de firmes mal gouvernées).

## **2. Description des données**

### ***2.1. Variables de gouvernance***

La qualité de la gouvernance des entreprises est mesurée par cinq variables : part de l'actionnariat institutionnel, part de l'actionnariat dirigeant, taille du Conseil d'Administration, proportion des administrateurs externes, et présence d'un système d'incitations par stock-options. Le choix de ces variables est largement dicté par la nature de la base de données à laquelle nous avons eu accès. Cependant de nombreuses études montrent que ces variables ont un impact plus ou moins significatif sur la gouvernance des entreprises. Naturellement, d'autres dimensions, comme le contrôle familial, auraient pu être prises en compte (Allouche et Amann, 2000 ; Allouche et *al.*, 2008 ; Saito, 2008 ; Nguyen, 2011) ce que nous n'avons pu faire dans cette étude.

Les actionnaires institutionnels contribuent davantage au contrôle des dirigeants que les actionnaires individuels, dans la mesure où ces derniers ne peuvent espérer recevoir qu'une faible partie des bénéfices issus de leurs efforts (Grossman et Hart, 1988). De plus, les institutionnels possèdent fréquemment une meilleure connaissance du secteur d'activité de l'entreprise. Dans ces conditions, il n'est pas étonnant de voir apparaître une relation positive entre l'actionnariat institutionnel et la valeur des entreprises (McConnell et Servaes, 1990).

La faiblesse de l'actionnariat dirigeant se situe au cœur des conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants, et son développement permet de faire converger les intérêts de ces deux groupes d'acteurs (Jensen et Meckling, 1976). Cependant, même si les dirigeants actionnaires sont censés prendre des décisions plus conformes aux intérêts des actionnaires, un haut niveau d'actionnariat peut les amener à échapper au pouvoir de sanction des autres actionnaires. Dans ce cas, les dirigeants actionnaires peuvent être tentés de privilégier leurs objectifs personnels et chercher à s'enraciner dans l'entreprise (Demsetz, 1983). A ce sujet, Morck et *al.* (1988) observent que l'effet de convergence domine l'effet d'enracinement pour un actionnariat des dirigeants

inférieur à 5% ou supérieur à 25%. Dans la mesure où l'actionnariat des dirigeants japonais est plus faible qu'aux États-Unis, nous n'étudions qu'une forme quadratique de cette variable.

Les incitations à la création de valeur actionnariale font également partie de tout bon système de gouvernance. Comme la détention d'actions, les stock-options permettent d'encourager les dirigeants à prendre de meilleures décisions. En particulier, à sélectionner de meilleurs investissements et à se séparer d'actifs faiblement productifs. Les stock-options peuvent aussi permettre aux dirigeants de surmonter leur aversion au risque et à se montrer plus entrepreneurs. N'ayant pas accès à des données plus précises, comme c'est le cas aux États-Unis, notre indicateur est représenté par une simple variable muette montrant que l'entreprise a mis en place un système de rémunération par stock-options.

La taille du Conseil d'Administration vise à mesurer l'efficacité du contrôle exercé par les administrateurs sur l'équipe dirigeante. Lipton et Lorsch (1992) et Jensen (1993) soulignent qu'un conseil de grande taille contrôle moins bien les décisions des dirigeants et a tendance également à formuler des avis moins pertinents. Dans le même sens, Yermack (1996) montre qu'un accroissement de la taille du conseil conduit à une baisse de la valeur de la firme.

L'indépendance des administrateurs joue également un rôle clé dans le bon fonctionnement de l'entreprise. D'une part, les dirigeants qui en font partie peuvent fournir aux autres membres du conseil des informations utiles concernant l'activité de la firme. D'autre part, les membres externes au conseil peuvent atténuer le risque d'enracinement des dirigeants. Ainsi, la proportion de membres externes devrait faire baisser les coûts d'agence. En ce sens, Weisbach (1988) note que plus la proportion d'administrateurs indépendants est grande plus les dirigeants ont des chances d'être congédiés en cas de mauvais résultats. Rosenstein et Wyatt (1990) observent une réaction positive du cours des actions suite à la nomination de membres extérieurs au Conseil d'Administration. De même, Brickley et *al.* (1994) signalent que la réaction du marché à l'annonce de la mise en place de pilules empoisonnées est plus favorable quand le Conseil d'Administration comprend de nombreux membres externes.

## **2.2. Variables de contrôle**

Les régressions incluent un ensemble de variables de contrôle dont les études antérieures ont mis en évidence la relation avec le niveau des disponibilités. Les variables pour lesquelles a été montrée une relation négative sont : la taille de la firme (mesurée par le logarithme de l'actif total) car les petites entreprises peuvent plus difficilement obtenir des fonds externes en cas de besoin ; l'endettement (mesuré par le rapport entre les dettes financières et l'actif total) car une entreprise disposant de beaucoup de liquidités ne devrait pas avoir besoin de s'endetter ; le besoin en fonds de roulement (normalisé par l'actif total) car une entreprise disposant de substituts à sa trésorerie ne devrait pas avoir besoin de détenir autant de liquidités ; les investissements (normalisés par l'actif total) car plus l'entreprise investit, moins elle est en mesure de conserver ses liquidités ; et le fait que l'entreprise distribue des dividendes (variable muette) car leur paiement réduit forcément le niveau des liquidités.

Les variables pour lesquelles a été montrée une relation positive sont : le ratio Q de Tobin, comme indicateur des opportunités de croissance, car l'anticipation de projets d'investissement attractifs conduit l'entreprise à conserver des liquidités en vue de les financer ; le *cash flow* opérationnel (normalisé par l'actif total) dans la mesure où il alimente les disponibilités ; la volatilité du cash flow (mesurée par son écart-type sur les cinq années précédentes) car le risque d'un déficit justifie que l'entreprise détienne plus de liquidités ; les dépenses de R&D (normalisées par l'actif total) car ce type de dépenses présente un risque élevé et nécessite souvent d'autres investissements en aval. Enfin, des variables muettes par industrie et par année ont été ajoutées afin de prendre en compte d'éventuels effets sectoriels ou temporels.

## **2.3. L'échantillon de firmes japonaises**

L'échantillon comprend l'ensemble des entreprises japonaises cotées à la Bourse de Tokyo sur la période 2003-2007, à l'exclusion des sociétés financières dont la structure de bilan est très différente. Les données proviennent de la base Nikkei NEEDS pour les informations comptables et de la base Nikkei CGES pour les variables de gouvernance. Les données manquantes se situent surtout au niveau de

cette dernière source d'information. Néanmoins, l'échantillon final consiste en 5127 observations représentant 1396 entreprises.

Le tableau 1 présente les statistiques descriptives relatives aux différentes variables. Il en ressort que le niveau des disponibilités des entreprises japonaises atteint sur la période une moyenne de 12% et un écart-type de 9,4%. Cette moyenne relativement basse tranche avec les niveaux de disponibilités plus élevés rapportée par plusieurs études antérieures (Rajan et Zingales, 1995; Pinkowitz et Williamson, 2001; Lins et Kalcheva, 2004). Il apparaît ainsi que les entreprises japonaises détiennent moins de liquidités qu'elles en avaient dans le passé.

L'analyse des variables de gouvernance montre que 22,6% de l'actionnariat des sociétés japonaises cotées est de nature institutionnelle. L'actionnariat des dirigeants atteint 4% en moyenne, mais la médiane ne s'élève qu'à 0,3%. Les Conseils d'Administration comportent en moyenne 10,3 membres, soit pratiquement le même nombre qu'aux États-Unis (Harford et al., 2008). On peut à ce sujet remarquer que la taille moyenne des conseils a beaucoup baissé au cours des 15 dernières années. À titre d'exemple, le Conseil d'Administration de Sony a été réduit à 10 membres en 1997, alors qu'il en comprenait 38 auparavant. La proportion d'administrateurs externes représente en moyenne 44,3% contre 65% aux États-Unis (Harford et al., 2008). Enfin, 33,4% des sociétés incluses dans l'échantillon disposaient d'un système de stock-options. Toutes ces statistiques sont comparables à celles citées par Aman et Nguyen (2008) sur la base d'un échantillon plus réduit (et plus ancien).

**Tableau 1–** *Statistiques descriptives*

	<b>Moyenne</b>	<b>Écart-type</b>	<b>Quartile 1</b>	<b>Médiane</b>	<b>Quartile 4</b>
Disponibilités/actif total	0,120	0,094	0,055	0,096	0,156
<i>Variables de gouvernance :</i>					
Taille du Conseil d'Administration	10,315	4,555	7	9	12
Part d'administrateurs externes	0,443	0,210	0,308	0,467	0,600
Indicateur de stock options	0,334	0,472	0	0	1
Actionnariat institutionnel	0,226	0,157	0,094	0,193	0,333

Actionnariat des dirigeants	0,040	0,083	0,001	0,005	0,030
<i>Autres variables :</i>					
log (actif total)	11,721	1,395	10,758	11,475	12,486
Cash flow/actif total	0,067	0,061	0,031	0,053	0,088
Volatilité du <i>cash flow</i>	0,023	0,024	0,009	0,016	0,028
Croissance du chiffre d'affaires	0,041	0,107	-0,009	0,029	0,080
Tobin's Q	1,330	0,593	0,991	1,151	1,454
Dettes financières/actif total	0,215	0,184	0,052	0,183	0,335
BFR/actif total	0,038	0,165	-0,071	0,036	0,143
Investissements/actif total	0,042	0,042	0,015	0,032	0,057
R&D/chiffre d'affaires	0,019	0,029	0	0,008	0,028
Indicateur de dividendes	0,892	0,311	1	1	1

### 3. Résultats

Nous commençons par étudier l'impact de la gouvernance sur le niveau des disponibilités au moyen d'un modèle statique, puis d'un modèle dynamique incluant la variable dépendante retardée. La section suivante analyse l'effet de la gouvernance sur la politique d'investissement et de distribution. La dernière section évalue les conséquences sur la rentabilité et la valorisation boursière de l'entreprise. Chacune des analyses s'appuie sur des régressions de panel par les moindres carrés généralisés avec effets aléatoires, dans lesquelles les erreurs-types sont groupées par firme (Petersen, 2009). Les régressions incluent également, sans les expliciter, des variables muettes pour le secteur d'activité et l'année d'observation.

#### *3.1. Relation entre gouvernance et niveau des disponibilités*

Les régressions visant à expliquer le niveau des disponibilités des entreprises japonaises sont présentées dans le tableau 2. Le modèle (1) montre qu'il existe un lien significatif entre la qualité de la gouvernance de l'entreprise et le niveau de ses disponibilités l'année suivante. En particulier, le modèle indique que les disponibilités augmentent avec la part du capital détenue par les investisseurs institutionnels et celle détenue par les dirigeants de l'entreprise. Le niveau de disponibilités semble également influencé de façon positive par la présence d'un

système de rémunération par stock-options. Ces résultats laissent penser que la convergence d'intérêts entre actionnaires et dirigeants permet de limiter la dilapidation des disponibilités par les dirigeants, conformément à ce qu'indique l'hypothèse de dépense. La taille du Conseil d'Administration semble aussi conduire à un niveau de disponibilités plus faible, ce qui suggère que les problèmes de gouvernance liés à un affaiblissement de la coordination entre administrateurs offre aux dirigeants plus de latitude dans l'utilisation des disponibilités de la firme. D'un autre côté, la proportion de membres externes au Conseil d'Administration ne semble pas avoir d'effet perceptible sur le niveau des disponibilités.

Les variables de contrôle affichent les signes attendus et leur association avec le niveau des disponibilités s'avère souvent très significative. Ainsi, le coefficient négatif concernant la variable de taille montre que les petites entreprises ont tendance à accumuler des disponibilités en raison de leur plus grande difficulté à lever des fonds pour financer leurs investissements. La relation est également négative et significative avec le taux d'endettement, le besoin en fonds de roulement, le taux d'investissements et l'indicateur de dividendes. En revanche, la capacité d'autofinancement et sa volatilité semblent avoir un effet positif sur les disponibilités. Ces résultats sont conformes à ceux obtenus aux Etats-Unis et dans d'autres pays. A l'inverse, le Q de Tobin et l'intensité de R&D ne semblent pas liés à une plus forte détention de liquidités.

**Tableau 2** – *Effet de la qualité de la gouvernance sur le niveau des disponibilités*

	Variable dépendante: disponibilités/actif total (t)		
	Modèle (1)	Modèle (2)	Modèle (3)
Disponibilités/actif total (t-1)		0,7000*** (38,15)	0,6988*** (38,26)
Actionnariat institutionnel (t-1)	0,0348*** (3,03)	0,0160*** (2,64)	0,0156** (2,55)
Actionnariat des dirigeants (t-1)	0,1164*** (4,86)	0,0280** (2,16)	0,0778*** (2,75)
Actionnariat des dirigeants <sup>2</sup> (t-1)			-0,1369* (-1,71)

Taille du Conseil d'Administration (t-1)	-0,00549** (-2,35)	-0,00038 (-0,27)	-0,00046 (-0,32)
Part d'administrateurs externes (t-1)	0,0028 (0,62)	0,0049 (1,46)	0,0051 (1,54)
Indicateur de stock-options (t-1)	0,0099*** (3,31)	0,0027* (1,82)	0,0025* (1,66)
log (actif total)	-0,0101*** (-5,68)	-0,0027*** (-3,19)	-0,0024*** (-2,87)
Cash flow/actif total	0,3677*** (8,72)	0,1860*** (4,95)	0,1834*** (4,88)
Volatilité du cash flow	0,3353*** (3,71)	0,2235*** (3,61)	0,2296*** (3,69)
Tobin Q	-0,0028 (-0,79)	-0,0014 (-0,39)	-0,0012 (-0,35)
Dettes financières/actif total	-0,1384*** (-7,68)	-0,0590*** (-7,73)	-0,0593*** (-7,78)
BFR/actif total	-0,1897*** (-11,76)	-0,0842*** (-10,97)	-0,0845*** (-10,98)
Investissements/actif total	-0,1771*** (-3,27)	-0,1989*** (-6,50)	-0,2004*** (-6,46)
R&D/chiffre d'affaires	0,1513 (1,18)	0,0965 (1,42)	0,0947 (1,40)
Indicateur de dividendes	-0,0102** (-2,46)	-0,0081*** (-2,81)	-0,0085*** (-2,93)
R <sup>2</sup>	0,4341	0,8397	0,8399
Nombre d'observations	5127	5127	5127

\*\*\*, \*\*, \* significatif au seuil de 1%, 5% et 10%.

Le modèle statique employé ne permet pas toutefois d'établir le sens de la causalité entre la qualité de la gouvernance et le niveau des disponibilités. En effet, malgré le décalage temporel des variables de gouvernance, il peut y avoir des effets à double sens. Les investisseurs institutionnels peuvent par exemple favoriser une détention de disponibilités élevées, mais les firmes à fort niveau de liquidités sont également susceptibles d'attirer cette catégorie d'investisseurs. Afin de prendre en compte ce problème d'endogénéité, le modèle (2) inclut le niveau des disponibilités de la période précédente. Le coefficient élevé et hautement significatif associé à cette variable montre que les

disponibilités ont tendance à persister dans le temps. La structure dynamique du modèle a aussi pour conséquence d'affaiblir l'influence des variables de gouvernance. Ainsi, l'effet lié à la taille du Conseil d'Administration disparaît tandis que l'influence de l'indicateur de stock-options devient moins importante. Les coefficients liés à l'actionnariat institutionnel et à l'actionnariat des dirigeants sont aussi sensiblement réduits, mais demeurent statistiquement significatifs. Pris ensemble, les modèles (1) et (2) montrent que les deux variables d'actionnariat ont un effet positif, non seulement sur le niveau des liquidités, mais aussi sur leur variation au cours de la période suivante. Ce résultat laisse penser que le sens de la causalité va de la qualité de la gouvernance vers le niveau des disponibilités plutôt qu'en sens inverse.

Plusieurs études ayant souligné l'existence d'une relation non linéaire entre l'actionnariat des dirigeants et la performance de la firme (Morck et al., 1988 ; McConnell et Servaes, 1990), le carré de cette variable d'actionnariat a été ajouté dans le modèle (3). Il en ressort que la relation entre l'actionnariat des dirigeants et les disponibilités est plus forte pour un faible niveau d'actionnariat, mais tend à s'atténuer puis à s'inverser lorsque l'actionnariat des dirigeants augmente. Au total, la relation entre la qualité de la gouvernance et le niveau des disponibilités s'avère positive. Ce résultat est conforme à celui qu'obtiennent Harford et al. (2008) pour les entreprises américaines. L'hypothèse de flexibilité est ainsi rejetée dans le cas du Japon, au profit de l'hypothèse de dépense.

### ***3.2. Influence sur la politique d'investissement et de distribution***

Dans chacune des deux hypothèses testées, les différences de disponibilités peuvent découler de la façon dont les entreprises utilisent leurs liquidités. Il apparaît par conséquent nécessaire d'examiner les politiques d'investissement et de distribution des entreprises afin d'affiner le test des hypothèses.

**Tableau 3 – Investissement et distribution de dividendes**

	<b>Variables dépendantes (t)</b>		
	Investissement /actif total	R&D/chiffre d'affaires	Dividendes/ actif total
Disponibilités/actif total (t-1)	-0,0099 (-1,25)	-0,0022 (-0,62)	0,0062*** (2,61)
Actionnariat institutionnels (t-1)	0,0369*** (6,67)	0,0057** *	0,0040*** (3,66)
Actionnariat des dirigeants (t-1)	0,0508* (1,88)	-0,0068 (-1,03)	0,0132 (1,42)
Actionnariat des dirigeants <sup>2</sup> (t-1)	-0,1172 (-1,61)	0,0163 (0,98)	-0,0160 (-0,56)
Taille du Conseil d'Administration (t-1)	0,0023* (1,91)	0,0006* (1,86)	0,0004 (1,59)
Part d'administrateurs externes (t-1)	-0,0026 (-0,93)	0,0001 (0,09)	-0,0007 (-1,57)
Indicateur de stock-options (t-1)	0,0033** (2,32)	0,0010** (2,49)	0,0006** (2,41)
Dettes financières/actif total	0,0003 (0,06)	-0,0039* (-1,82)	-0,0092*** (-5,36)
BFR/actif total	-0,0339*** (-6,53)	0,0045* (1,84)	0,0057*** (4,37)
Tobin's Q	0,0019 (1,40)	-0,0001 (-0,32)	0,0022*** (5,40)
Croissance du chiffre d'affaires	0,0469*** (6,55)	0,0032 (1,25)	0,0041*** (3,42)
log (actif total)	-0,0012 (-1,49)	-0,0001 (-0,20)	-0,0004** (-2,10)
R <sup>2</sup>	0,3092	0,5843	0,4116
Nombre d'observations	5127	5127	5127

\*\*\*, \*\*, \* significatif au seuil de 1%, 5% et 10%.

Selon l'hypothèse de dépense, la faiblesse des structures de gouvernance ouvre la porte au surinvestissement, notamment pour les firmes disposant de liquidités importantes. Inversement, une bonne

structure de la gouvernance peut éviter que les dirigeants dilapident la trésorerie de l'entreprise. Dans la mesure où les variables mises en relation peuvent être aussi influencées par d'autres facteurs non observables, nous continuons d'utiliser les variables de gouvernance décalées d'une période. Les variables de contrôle retenues sont la croissance moyenne du chiffre d'affaires sur les 3 années précédentes, le ratio d'endettement (dettes financières/actif total), le BFR (normalisé par l'actif total) et la taille de la firme (logarithme de l'actif total).

La régression concernant les investissements montre que les firmes disposant de liquidités importantes n'investissent pas plus que les autres dans l'année qui suit. En revanche, l'actionnariat institutionnel semble encourager les firmes à investir davantage. De même, l'actionnariat des dirigeants, surtout lorsqu'il n'est pas trop élevé, et la présence d'un système de rémunération par stock-options ont un effet positif sur le niveau des investissements. Ces résultats vont à l'encontre de l'hypothèse de dépense selon laquelle la tendance au surinvestissement est propre aux firmes à faible qualité de gouvernance (faible présence d'investisseurs institutionnels, faible part des dirigeants dans le capital, absence d'incitations liées à la performance boursière). Ainsi, le niveau plus élevé des liquidités caractérisant les entreprises à bonne gouvernance ne semble pas découler du plus faible niveau de leurs investissements. Enfin, on peut noter parmi les variables de contrôle que la croissance moyenne du chiffre d'affaires paraît jouer un rôle positif important, tandis que l'existence d'un BFR élevé semble décourager les firmes à investir.

La régression concernant les dépenses de R&D montre également que le niveau des disponibilités antérieur n'a pas d'influence significative sur ce type d'investissements. Toutefois, l'actionnariat institutionnel continue de jouer un rôle positif important. De même, la présence d'un système de rémunération par stock-options semble encourager l'investissement en actifs immatériels (via les dépenses de R&D). De façon surprenante, les variables de contrôle ont peu d'effet sur ce type d'investissements. En particulier, la croissance du chiffre d'affaires et la valorisation des actifs semblent n'avoir aucun impact. Au contraire, les indicateurs de bonne gouvernance (forte présence d'investisseurs institutionnels dans le capital, système d'incitations lié à la performance boursière) semblent jouer un rôle fondamental. Au final,

la relation positive entre variables de gouvernance et dépenses de R&D semble réfuter l'hypothèse de dépense.

La dernière régression évalue la politique de dividendes des entreprises. Si l'hypothèse de flexibilité devait être validée, les variables correspondant à une bonne gouvernance devraient afficher des coefficients positifs. Ceci indiquerait que les dirigeants subissant un moindre contrôle de la part des actionnaires sont en mesure de conserver les bénéfices de l'entreprise en réduisant leur taux de distribution. En effet, des objectifs personnels, comme celui de réduire le risque pesant sur leur capital humain, devraient amener certains dirigeants à accumuler des liquidités de précaution. Le coefficient positif et significatif au seuil de 1% concernant l'actionnariat institutionnel va clairement dans le sens de cette hypothèse, tout comme le coefficient significatif au seuil de 5% associé à l'indicateur de stock-options.

Ainsi, l'analyse des investissements en immobilisations, des dépenses de R&D et des taux de distribution révèle un comportement de la part des entreprises qui apparaît incompatible avec l'hypothèse de dépense qui semblait pourtant validée par l'analyse de leurs disponibilités.

### ***3.3. Influence de la gouvernance sur la rentabilité et la valorisation boursière***

La relation positive entre la qualité de la gouvernance et le niveau des disponibilités peut aussi s'expliquer par le fait qu'une bonne gouvernance doit normalement conduire les entreprises à sélectionner leurs investissements de façon plus rigoureuse. D'où un cash flow plus élevé et par conséquent un niveau de liquidités plus élevé malgré des taux d'investissement et de distribution plus importants. Il s'agit donc d'observer si les entreprises à bonne qualité de gouvernance sont associées à des rentabilités plus fortes ou des valorisations boursières plus attractives. Les deux indicateurs de rentabilité utilisés sont le résultat et le *cash flow* opérationnels normalisés par l'actif total, tandis que l'indicateur de valorisation est représenté par le ratio Q de Tobin.

Les résultats du tableau 4 montrent que les firmes possédant des liquidités importantes ont tendance à afficher des rentabilités plus fortes

l'année suivante. Mais, surtout, l'actionnariat institutionnel semble conduire à un résultat et un *cash flow* opérationnels nettement plus élevés. L'influence de cette variable de gouvernance sur le ratio Q est également très significative. De fait, une augmentation de 10% de la part des investisseurs institutionnels dans le capital de l'entreprise est associée à une augmentation du ratio Q de 0.05547 point, ce qui représente une augmentation d'environ 4.8% par rapport au ratio Q médian. L'actionnariat des dirigeants semble aussi jouer un rôle positif sur le résultat opérationnel, du moins lorsque le niveau de cet actionnariat n'est pas trop élevé. En revanche, les autres variables de gouvernance, en particulier la taille du Conseil d'Administration et sa composition, ne semblent pas avoir d'influence sur la rentabilité ou la valorisation de l'entreprise. La seule exception est l'indicateur d'un système d'incitation par stock-options dont l'effet sur le ratio Q est très significatif puisque l'adoption d'un tel système semble se traduire par une augmentation du ratio Q de 0,0625 point. Dans l'ensemble, les résultats confirment l'idée que la qualité du système de gouvernance conduit à une meilleure performance de l'entreprise. Parmi les autres variables, l'effet de l'endettement sur la rentabilité et la valorisation se révèle sensiblement négatif, tandis que la croissance du chiffre d'affaires a un effet nettement positif.

**Tableau 4 – Rentabilité et valorisation de l'entreprise**

	Variables dépendantes (t)		
	Résultat opérationnel / actif total	Cash flow opérationnel / actif total	Tobin's Q
Disponibilités/actif total (t-1)	0,0588*** (4,26)	0,1026 (1,48)	0,6493*** (4,17)
Actionnariat institutionnel (t-1)	0,0334*** (4,20)	0,0563*** (3,30)	0,5547*** (5,84)
Actionnariat des dirigeants (t-1)	0,0785** (2,22)	0,0274 (0,34)	-0,3213 (-0,65)
Actionnariat des dirigeants <sup>2</sup> (t-1)	-0,1693** (-2,07)	-0,0360 (-0,22)	2,0212 (1,59)

Taille du Conseil d'Administration (t-1)	0,0007 (0,53)	-0,0007 (-0,23)	-0,0089 (-0,54)
Part d'administrateurs externes (t-1)	-0,0041 (-1,37)	-0,0050 (-1,04)	-0,0198 (-0,52)
Indicateur de stock-options (t-1)	0,0011 (0,67)	0,0017 (0,74)	0,0625*** (2,81)
Dettes financières/actif total	- 0,1097*** (-10,11)	-0,1238** (-2,15)	- 0,4664*** (-5,22)
BFR/actif total	-0,0049 (-0,52)	-0,0180 (-0,93)	- 0,3697*** (-3,96)
Croissance du chiffre d'affaires	0,1314*** (11,07)	0,1967*** (5,40)	0,5209*** (4,00)
log (actif total) (t-1)	0,0009 (0,68)	-0,0012 (-0,38)	- 0,0409*** (-2,71)
R <sup>2</sup>	0,3307	0,2457	0,2819
Nombre d'observations	5127	5127	5127

\*\*\*, \*\*, \* significatif au seuil de 1%, 5% et 10%.

## Conclusion

À travers cette étude liant la structure de gouvernance et le niveau des disponibilités pour un large panel d'entreprises japonaises, nous avons pu mettre en avant plusieurs résultats. Tout d'abord, il convient de noter que les firmes à actionnariat institutionnel élevé, celles dont les dirigeants possèdent une part significative du capital et celles disposant d'un système d'incitation fondé sur la performance boursière de l'entreprise détiennent sensiblement plus de liquidités. Ce résultat laisse penser qu'une bonne structure de gouvernance conduit à un niveau de disponibilités plus élevé, contrairement à ce qu'indiquent les études internationales publiées jusqu'à présent, mais conformément à ce que rapportent Harford et al. (2008) concernant les entreprises américaines. Il en ressort que les modèles de gouvernance anglo-saxon

et japonais peuvent avoir des conséquences identiques malgré leurs divergences profondes.

L'analyse plus précise de la relation observée entre gouvernance et disponibilités nous a mené à évaluer le rôle des investissements. Nous avons pu constater que la présence de disponibilités importantes en début de période ne semble pas provoquer d'investissements matériels ou immatériels plus élevés. En outre, les firmes à faibles structures de gouvernance (faible part de l'actionnariat institutionnel et absence d'incitations formelles à la création de valeur pour l'actionnaire) ne présentent pas de taux d'investissement plus forts. Au contraire, ce sont les entreprises ayant une bonne structure de gouvernance (part élevée de l'actionnariat institutionnel, présence d'incitations liées à la performance boursière de la firme et dans une moindre mesure part élevée de l'actionnariat des dirigeants) qui investissent le plus. De même, ce sont elles qui affichent les taux de distribution de dividendes les plus élevés.

Notre attention s'est alors portée sur la rentabilité et la valorisation des entreprises. Là encore, il s'avère que les firmes à bonne structure de gouvernance (avec une part élevée de l'actionnariat institutionnel) enregistrent une rentabilité et une valeur de marché sensiblement supérieures à celles des autres firmes. La part de l'actionnariat des dirigeants contribue aussi à la rentabilité opérationnelle mais pas à la valorisation de l'entreprise, tandis que la présence d'un système d'incitations par stock-options n'a d'effet significatif que sur la valeur boursière de l'entreprise.

On peut donc retenir comme résultat principal de cette étude que le niveau des disponibilités des entreprises japonaises est positivement lié à leur qualité de gouvernance, ce qui invalide l'hypothèse de flexibilité pour laquelle cette relation est censée être négative. Cependant les firmes japonaises à faible gouvernance détiennent moins de liquidités, non pas en raison de taux d'investissement plus élevés, mais du fait que leurs investissements sont de moins bonne qualité, et produisent par conséquent des flux de liquidités plus faibles. Ainsi il est probable que, malgré leur taux d'investissement plus faibles, ces entreprises ont tout de même tendance à surinvestir. L'hypothèse de dépense est donc validée dans le cas du Japon, comme elle l'est aux États-Unis, mais de façon apparemment plus subtile.

## **Bibliographie**

- Allouche J. et Amann B. (2000), « L'entreprise familiale: un état de l'art », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, p. 33-79.
- Allouche J., Amann B., Jaussaud J. et Kurashina T. (2008), « The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family versus Nonfamily Businesses in Japan », *Family Business Review*, vol. 21, p. 315-329.
- Aman H. et Nguyen P. (2008), « Do Stock Prices Reflect the Corporate Governance Quality of Japanese Firms? », *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 22, p. 647-662.
- Bliss R. et Rosen R. (2001), « CEO Compensation and Bank Mergers », *Journal of Financial Economics*, vol. 61, p. 107-138.
- Brickley J., Coles J. et Terry R. (1994), « Outside Directors and the Adoption of Poison Pills », *Journal of Financial Economics*, vol. 35, p. 371-390.
- Charreaux G. (2003), « Michael C. Jensen : le pionnier de la finance organisationnelle », in M. Albouy (éd.), *Les grands auteurs en finance*, Editions EMS, p. 121-145.
- Cooper M., Gulen H. et Schill M. (2008), « Asset Growth and the Cross-section of Stock Returns », *Journal of Finance*, vol. 63, p. 1609-1651.
- Demsetz H. (1983), « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », *Journal of Law and Economics*, vol. 24, p. 375-390.
- Dittmar A., Mahrt-Smith J. et Servaes H. (2003), « International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, p. 111-133.
- Dittmar A. et Mahrt-Smith J. (2007), « Corporate Governance and the Value of Cash Holdings », *Journal of Financial Economics*, vol. 83, p. 599-634.
- Easterbrook F. (1984), « Two Agency-cost Explanations of Dividends », *American Economic Review*, vol. 74, p. 650-659.
- Frésard L. (2010), « Financial Strength and Product Market Behaviour: The Real Effects of Corporate Cash Holdings », *Journal of Finance*, vol. 65, p. 1097-1112.
- Gompers P., Ishii J. et Metrick A. (2003), « Corporate Governance and Equity Prices », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, p. 107-155.
- Grossman S. et Hart O. (1988), « One Share One Vote and the Market for Corporate Control », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 175-202.

- Harford J. (1999), « Corporate Cash Reserves and Acquisitions », *Journal of Finance*, vol. 54, p. 1969–1997.
- Harford J., Mansi S. et Maxwell W. (2008), « Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US », *Journal of Financial Economics*, vol. 87, p. 535-555.
- Jensen M. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, p. 323-329.
- Jensen M. (1993), « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, vol. 48, p. 831-880.
- Jensen M. et Meckling W. (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.
- Lang L., Poulsen A. et Stulz R. (1995), « Asset Sales, Firm Performance, and the Agency Costs of Managerial Discretion », *Journal of Financial Economics*, vol. 37, p. 3–37.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, p. 1113-1155.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (2000), « Investor Protection and Corporate Governance », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, p. 3-27.
- Lins K. et Kalcheva I. (2004), « International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems », Papier de recherche, Université d'Utah.
- Lipton M. et Lorsch J. (1992), « A Modest Proposal for Improved Corporate Governance », *Business Lawyer*, vol. 48, p. 59-77.
- McConnell J. et Servaes H. (1990), « Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 595-612.
- Morck R., Shleifer S. et Vishny R. (1988), « Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 293–315.
- Nguyen P. (2011), « Corporate Governance and Risk-taking: Evidence from Japanese Firms », *Pacific Basin Finance Journal*, vol. 19, p. 278–297.
- Nguyen P., Nivoix S. et Noma, M. (2011), « La valorisation des dépenses de R&D au Japon », *La Revue des Sciences de Gestion*, vol. 247-248, p. 71-80.

- Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., et Williamson R. (1999), « The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings », *Journal of Financial Economics*, vol. 52, p. 3-46.
- Petersen M. (2009), « Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches », *Review of Financial Studies*, vol. 22, p. 435-480.
- Pinkowitz L., Stulz R. et Williamson R. (2004), « Do Firms with Poor Protection of Investor Rights Hold more Cash? », Papier de recherche, Université de Georgetown.
- Pinkowitz L. et Williamson R. (2001), « Bank Power and Cash Holdings: Evidence from Japan », *Review of Financial Studies*, vol. 14, p. 1059-82.
- Rajan R. et Zingales L. (1995), « What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data », *Journal of Finance*, vol. 50, p. 1421-1460.
- Rosenstein S. et Wyatt J. (1990), « Outside Directors, Shareholder Independence and Shareholder Wealth », *Journal of Financial Economics*, vol. 26, p. 175-192.
- Saito T. (2008), « Family Firms and Firm Performance: Evidence from Japan », *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 22, p. 620-646.
- Shleifer A. et Vishny R. (1989), « Management Entrenchment: The Case of Manager Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, vol. 63, p. 99-131.
- Weisbach M. (1988), « Outside Directors and CEO Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 431-460.
- Yao T., Yu T., Zhang T., et Chen S. (2011), « Asset Growth and Stock Returns: Evidence from Asian Financial Markets », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 19, p. 115-139.
- Yermack D. (1996), « Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors », *Journal of Financial Economics*, vol. 40, p. 185-212.
- Yoshimori M. (1998), « La gouvernance des entreprises au Japon : les causes de son dysfonctionnement », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, p. 173-199.