

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC A MONTRÉAL

LIEN ENTRE LA PERFORMANCE ET LA PROPRIÉTÉ FAMILIALE: UNE
COMPARAISON ENTRE LE CANADA ET LES ÉTATS – UNIS

MÉMOIRE
PRÉSENTÉ
COMME EXIGENCE PARTIELLE
DE LA MAITRISE EN ADMINISTRATION DES AFFAIRES

PAR
ALINA SORANA NICOLAU

OCTOBRE 2006

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de ce mémoire se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 -Rév.01-2006). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article **11** du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

REMERCIEMENTS

Je tiens tout d'abord à remercier sincèrement ma directrice de recherche, la Professeure Sandra Dow, pour sa disponibilité en tout temps, son encadrement professionnel et la passion avec laquelle elle exerce le métier de professeur. Son approche scientifique et sa clairvoyance ont contribué à améliorer la qualité de ce mémoire. Le travail d'écriture est très formateur pour un élève et son professeur est un modèle.

Je tiens également à remercier la Professeure Jean McGuire, dont les suggestions ont été une aide à la clarté de la construction de la base de données de ce mémoire et Prof. Komlan Sedzro pour sa disponibilité à lire ce mémoire.

Mes remerciements vont également aux professeurs R.C. Anderson et D.M. Reeb, qui ont eu l'amabilité de mettre à notre disposition une partie de leur base de données.

Enfin, je remercie le programme MBA - Recherche de m'avoir permis de réaliser des études supérieures sur un sujet qui me passionne, ainsi qu'à tous les professeurs qui ont contribué, de part leurs enseignements, à ma formation académique et professionnelle.

Plus chaleureusement, j'exprime mes remerciements et ma profonde gratitude envers mes parents pour leur support inconditionnel depuis toujours et leurs encouragements, qui m'ont été d'une aide inestimable.

REMERCIEMENTS

Je tiens tout d'abord à remercier sincèrement ma directrice de recherche, la Professeure Sandra Dow, pour sa disponibilité en tout temps, son encadrement professionnel et la passion avec laquelle elle exerce le métier de professeur. Son approche scientifique et sa clairvoyance ont contribué à améliorer la qualité de ce mémoire. Le travail d'écriture est très formateur pour un élève et son professeur est un modèle.

Je tiens également à remercier la Professeure Jean McGuire, dont les suggestions ont été une aide à la clarté de la construction de la base de données de ce mémoire et Prof. Komlan Sedzro pour sa disponibilité à lire ce mémoire.

Mes remerciements vont également aux professeurs R.C. Anderson et D.M. Reeb, qui ont eu l'amabilité de mettre à notre disposition une partie de leur base de données.

Enfin, je remercie le programme MBA - Recherche de m'avoir permis de réaliser des études supérieures sur un sujet qui me passionne, ainsi qu'à tous les professeurs qui ont contribué, de part leurs enseignements, à ma formation académique et professionnelle.

Plus chaleureusement, j'exprime mes remerciements et ma profonde gratitude envers mes parents pour leur support inconditionnel depuis toujours et leurs encouragements, qui m'ont été d'une aide inestimable.

TABLE DE MATIÈRES

LISTE DES FIGURES.....	v
LISTE DES TABLEAUX.....	vi
RÉSUMÉ.....	vii
INTRODUCTION.....	1
1. CHAPITRE 1 : REVUE DE LA LITTÉRATURE.....	4
1.1 La définition du terme « firme familiale ».....	5
1.2. L'actionnariat diffus : une théorie révolue.....	7
1.3. La théorie d'agence : une explication générale	8
1.3.1. Le conflit d'agence entre gestionnaires et actionnaires.....	8
1.3.2 Le conflit d'agence entre actionnaires et crédateurs (obligataires).....	10
1.3.3 Le conflit d'agence entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires.....	11
1.3.4 Le conflit d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires, transposé dans le contexte des firmes familiales.....	12
1.4. L'actionnariat concentré : la structure de la propriété au niveau mondial.....	13
1.5 Concentration de la propriété : Le cas du Canada.....	17
1.6. Structure de propriété aux États – Unis.....	21
1.7 Les modalités de contrôle des familles et leurs implications.....	23
1.7.1. Le modèle des actions à votes simples.....	23
1.7.2. Les actions à votes multiples.....	24
1.7.3. Le holding corporatif.....	25
1.7.3.1 Le holding direct.....	25
1.7.3.2 La structure pyramidale.....	26
1.7.3.3. La prise de participations croisées.....	27
1.7.4. Les autres méthodes de prise de contrôle.....	28
1.8 La firme familiale : avantages et inconvénients.....	28
1.8.1 Les coûts de la firme familiale : la propriété familiale crée-t-elle de la valeur ?.....	29

1.8.2 Les avantages de la firme familiale.....	30
1.8.3 Les problèmes d'agence dans les firmes familiales.....	31
1.9 Les effets de la cotation conjointe sur plusieurs places boursières sur la performance des entreprises	33
1.10 Conclusion.....	35
2. CHAPITRE 2 : HYPOTHESES DE RECHERCHE.....	37
3. CHAPITRE 3 : METHODOLOGIE DE RECHERCHE.....	44
3.1. Description de l'échantillon	45
3.2 Les étapes de collection des données canadiennes.....	46
3.2.1 Description de la base de données pour le Canada : l'identification des actionnaires majoritaires.....	46
3.2.2 Définition de la « <i>firme familiale</i> ».....	48
3.3 Les étapes de collection des données américaines.....	49
3.4 Les variables.....	50
3.4.1 Les variables décrivant la propriété et le contrôle familial et institutionnel.....	50
3.4.2 Distinction entre propriété et contrôle.....	54
3.4.3 Les mesures de performances.....	56
3.4.4 Les variables décrivant le coût d'agence.....	57
3.4.5 Les variables de cotation.....	57
3.4.6 Les variables de contrôle.....	58
3.5. Les modèles et les hypothèses utilisées.....	58
4. CHAPITRE 4 : RÉSULTATS EMPIRIQUES.....	60
4.1 Les statistiques descriptives.....	60

4.1.1	Statistiques générales de l'échantillon.....	60
4.1.2	L'analyse par pays.....	64
4.1.2.1	Les données canadiennes.....	65
4.1.2.1.1	Propriété, contrôle et performance dans les firmes familiales au Canada.....	66
4.1.2.1.2	L'effet de la cotation conjointe sur les sociétés canadiennes.....	68
4.1.2.1.3	Effet de la double cotation pour les sociétés familiales	71
4.1.2.2	Le cas des États –Unis.....	73
4.2	Propriété familiale et performance.....	75
4.2.1	Analyse multivariée : Régressions multiples.....	76
4.2.2	ROE et propriété familiale.....	77
4.2.2.1	La relation entre le ROE et la propriété familiale pour l'échantillon entier : États –Unis et Canada	77
4.2.3	La relation entre le ROA et la propriété familiale.....	79
4.2.4	La relation entre la performance, mesurée par ratio le Q de Tobin et la propriété familiale.....	81
4.3	Propriété familiale, contrôle et performance au Canada	83
4.4	Conclusions.....	86
	CONCLUSIONS ET DIRECTIONS DE RECHERCHE FUTURE.....	87
	ANNEXES.....	89
	BIBLIOGRAPHIE.....	131

LISTE DES FIGURES

Figure 1.1 : Valeur de la firme et bénéfices privés de l'entrepreneur vs. le gestionnaire	9
Figure 1.2 : Microsoft Corp. : Contrôle par actions à votes simples.....	24
Figure 1.3 : Barrick Gold : Contrôle par actions à votes multiples	25
Figure 3.1: Structure de propriété pyramidale.....	55
Figure 4.1 : Modalité de contrôle dans les firmes familiales canadiennes.....	67

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Situation de la propriété familiale au niveau mondial.....	14
Tableau 1.2 : Comparaison entre les économies du Top 5 : Contrôle des actionnaires	16
Tableau 4.1 : Statistiques descriptives pour les entreprises familiales vs. entreprises non –familiales.	64
Tableau 4.2 : Statistiques descriptives des firmes familiales au Canada vs. firmes non - familiales canadiennes.....	66
Tableau 4.3 : Sociétés canadiennes cotées seulement au Canada vs. sociétés canadiennes conjointement cotées aux États-Unis et au Canada.....	69
Tableau 4.4 : Pourcentage des firmes familiales canadiennes listées seulement au Canada.....	71
Tableau 4.5 : Statistiques descriptives des sociétés familiales canadiennes listées seulement au Canada vs. sociétés familiales canadiennes listées conjointement sur les deux places boursières.....	73
Tableau 4.6 : Les sociétés familiales américaines vs. sociétés non-familiales.....	75
Tableau 4.7 : Régression linéaire du ROE pour l'échantillon entier et par pays.....	78
Tableau 4.8 : Régression ROA sur l'échantillon entier et par pays.....	80
Tableau 4.9 : Coefficients de la régression Q pour l'échantillon entier et par pays ..	82
Tableau 4.10 : La régression du FAMCONTR sur les données canadiennes.....	84

RÉSUMÉ

La valeur économique d'un pays est créée par l'allocation efficiente de son capital.

La croissance économique requiert que l'épargne soit dirigée dans des investissements créateurs de valeur. Mais comment reconnaîtra-t-on quels investissements sont créateurs de valeur? Étant donné qu'une grande partie du capital des nombreux pays est en possession des corporations, contrôlées par un nombre restreint d'individus, la littérature de spécialité se pose la question si la propriété familiale est un frein quant à la performance de ces firmes ou, au contraire, une impulsion.

Ce mémoire se propose d'analyser deux pays ayant de nombreuses caractéristiques communes, mais des modèles différents de propriété : le Canada et les États-Unis.

Si le Canada est vivement critiqué à cause de la présence des structures de contrôle pyramidales et donne lieu au concept de « Canadian Disease » de Morek (1998), le modèle de la propriété familiale aux États-Unis affiche des résultats positifs en terme de performance.

Nous allons comparer les performances des firmes familiales versus celles des firmes non- familiales, détenues soit par des institutions, soit par un actionnariat diffus. Le cadre théorique utilisé est celui de la théorie d'agence.

Nos résultats, cohérents avec ceux d'Anderson et Reeb (2003) démontrent que les firmes familiales performant mieux que les firmes non-familiales, indifféremment de leur origine canadienne ou américaine.

Également, nos résultats démontrent qu'au Canada, sous des règles de gouvernance stricte, le contrôle familial pyramidal n'est pas si néfaste. La cotation conjointe sur deux places boursières et ses effets bénéfiques sur la performance des firmes familiales canadiennes seront également étudiés.

Mots clés : Firmes familiales, Structure pyramidale, Performancce, Cotation, Contrôle.

INTRODUCTION

La valeur économique d'un pays est créée par l'allocation efficiente de son capital.

Deux vastes littératures sont pertinentes comme points de départ : la première, revue par Aghion, et al. (1999), discute les raisons pour lesquelles l'inégalité économique peut limiter la croissance; la deuxième, revue par Levine (1997) analyse le rôle fonctionnel des marchés des capitaux dans la stimulation de la croissance.

L'idée principale émise par Aghion et al. (1999) est que les marchés imparfaits de capitaux réduisent les opportunités d'investissement et les primes des créditeurs en générant de la volatilité macroéconomique. Levine (1997) passe en revue la littérature concernant les fonctions des marchés de capitaux dans la croissance économique - l'organisation de l'information, l'allocation des ressources, la surveillance des gestionnaires et l'exercice du contrôle corporatif.

Les deux types de littératures de spécialité convergent sur un thème central : la croissance économique requiert que l'épargne soit dirigée dans des investissements créateurs de valeur. Comment reconnaître les investissements créateurs de valeur? Une grande partie du capital des nombreux pays est en possession des corporations, contrôlées par un nombre restreint d'individus (Wolfenzon, 2004). Par quels mécanismes ces corporations sont-elles créatrices de valeur?

La gouvernance corporative est un élément clef dans la promotion de la croissance et la compétitivité d'un pays (Morck, 1998; 2000, Zingales, 2001).

Définie par Shleifer et Vishny (1997) comme étant l'ensemble des moyens par lesquels les « fournisseurs de capitaux », les investisseurs, s'assurent de la rentabilité de leur investissement, le terme de « gouvernance corporative » est utilisé par

McDonough (2002) pour décrire plus spécifiquement le leadership dans les corporations, la supervision des marchés financiers, la réglementation et la discipline effective des marchés. Les deux définitions se concentrent sur les mécanismes directs et indirects de protection des investisseurs.

Prenant comme point de départ ces contributions précieuses, cette étude se concentre sur la question des investissements créateurs de valeur, sur la performance des corporations, au niveau micro-économique.

Dans un cadre économique dans lequel la théorie de l'actionnariat diffus, lancée par Berle et Means en 1934 se trouve révolue, et à l'intérieur duquel la propriété et le contrôle des corporations, donc une fraction importante du capital des pays, se trouvent concentrées dans les mains des institutionnels et des familles puissantes, les questions qui s'imposent sont de deux sortes : quelle est l'influence que la structure de capital d'une entreprise a sur sa performance, et quels sont les autres facteurs influant sur la performance des sociétés?

Le cadre théorique d'analyse est celui de la théorie d'agence, dans laquelle Jensen et Meckling (1976) identifient les rapports de pouvoir et les conflits qu'incombent entre les différents acteurs principaux d'une entreprise : les actionnaires majoritaires et minoritaires, les créateurs et les gestionnaires. Cette étude analyse la relation entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Plus précisément, nous analyserons la relation entre performance d'entreprise, propriété et contrôle familial, dans laquelle les familles sont des actionnaires significatifs.

En effet la question concernant le bénéfice de l'influence des familles sur la performance des sociétés et du contexte socio-économique dans lequel ce bénéfice se réaliserait le mieux le cas échéant, n'est pas encore élucidée par la communauté scientifique.

Le point de départ est constitué par les observations empiriques fort intéressantes qu'amènent Morck et al. (1998) dans leur article « *Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease* ». Les auteurs divisent les milliardaires du monde en deux catégories – les “*self-made men*” (entrepreneurs) et les héritiers¹ - et constatent que les pays présentant une fraction plus importante de richesse détenue et contrôlée par des héritiers, affichent un PIB par tête d'habitant inférieur à celui des pays dans lesquels la fraction des sociétés détenues par des milliardaires « *self-made man* », prédomine.

Les auteurs soutiennent la thèse de l'influence négative de la propriété familiale sur la performance des firmes, en ressortant un des problèmes majeurs de la présence familiale : le contrôle des entreprises via les pyramides, au détriment des actionnaires minoritaires. Cette théorie se trouve nuancée par le contexte de la gouvernance corporative et la protection que celle-ci offre aux investisseurs.

Anderson et Reeb (2003) la contredisent, à l'appui des données américaines, en évoquant la performance supérieure enregistrée par les firmes familiales aux États-Unis.

Cette recherche s'efforce de comparer un échantillon d'entreprises de deux pays de modèle anglo-saxon - le Canada et les États-Unis, ayant un indice de gouvernance semblable, mais des structures de propriété différentes, afin d'analyser les effets de la propriété familiale sur la performance des entreprises, compte tenu de cette différence.

¹ La fortune des entrepreneurs provient des affaires entreprises par ces derniers. Un exemple est Bill Gates qui a fondé Microsoft. La fortune des héritiers provient des héritages, les firmes en question étant fondées par leurs ancêtres auparavant, et transmise de génération en génération (par exemple . Ford).

CHAPITRE 1 : REVUE DE LITERATURE

De plus en plus d'études démontrent que la croissance économique des pays dépend de la distribution du contrôle sur les capitaux investis². Mais quelles sont les motivations et les raisons de la performance des firmes? Pourquoi les firmes doivent-elles obéir à la fonction objective en finance : accroître la richesse des actionnaires? Quel type de contrôle poussent les entreprises à mieux performer : le contrôle diffus sur les capitaux investis ou le contrôle concentré?

Quels sont les autres facteurs dont dépend la croissance économique d'un pays et le bien-être de ses investisseurs? La recherche sur la structure de la propriété et le lien avec la performance des entreprises est un thème d'actualité, mais peu d'études ont été entreprises dans la presse académique et populaire.

Dans les deux dernières décennies, l'accent, dans les recherches académiques, a été mis sur la relation entre propriété familiale, contrôle familial et performance de l'entreprise.

Le présent travail se veut une comparaison entre les structures de la propriété au Canada et aux États-Unis et leur influence sur les performances des entreprises respectives. Nous allons faire un survol de la littérature récente sur le sujet du lien entre la performance, la structure de propriété et les autres facteurs qui l'influencent. L'apport de ce mémoire sera d'identifier les propriétaires ultimes d'un échantillon de 1123 firmes nord-américaines listées en Bourse et leur structure de propriété et d'analyser les différences dans les structures de propriété et les performances des firmes, autant au Canada, qu'aux États-Unis. Nous allons mettre l'accent sur la relation entre propriété familiale et performance de l'entreprise.

La première section présentera une définition du terme « entreprise familiale », tel qu'étudié dans la littérature et dans le cadre de ce travail. Dans une deuxième section,

² Voir Wolfenzon, 2004.

nous allons présenter une revue de littérature sur ce sujet et nous allons poser le cadre théorique dans lequel sera traité le sujet - celui de la théorie d'agence. La troisième section présente l'analyse des différentes structures de contrôle de la propriété et des différences existantes entre ces modes. La quatrième section présentera une analyse des différences entre les systèmes de gouvernance canadien et américain, et la cinquième section se réfère au cas des États-Unis, qui s'avère être un cas particulier dans le puzzle mondial de la structure de la propriété. Nous allons démontrer, à l'appui des références, le lien positif entre la propriété familiale et la performance de l'entreprise, dans un cadre législatif puissant, comme celui des États-Unis. La sixième et dernière partie présentera les conclusions ainsi que les possibles pistes des recherches futures.

1.1 La définition du terme « firme familiale »

De manière générale, une firme familiale est une firme qui se trouve être contrôlée par la famille fondatrice, ou ses héritiers (Fortune, 2002).

La vision propagée par Berle et Means (1932) a fait, qu'aux États-Unis, le terme de « firme familiale » soit associé, à tort, à une entreprise familiale de taille réduite; s'agissant du modèle de l'entreprise familiale passée de père en fils.

Des études récentes s'intéressent à l'existence des grandes firmes familiales, multinationales. La question qui se pose ainsi est comment définir l'ivoire et l'emprise des familles dans ces firmes. Quelles sont les frontières jusqu'auxquelles une firme peut être considérée comme étant familiale ?

La définition de ces frontières – étroites ou plus fluides - est essentielle, car elle détermine le nombre de firmes que les auteurs considèrent comme étant familiales dans leur échantillon.

Des auteurs tel que Villalonga et al. (2003) décortiquent leur échantillon selon les différentes définitions du terme « firme familiale ». Plusieurs critères, allant du plus général au plus étroit sont énumérés par les auteurs :

- Un ou plusieurs membres de la famille fondatrice est un directeur ou un exécutif.
- Il existe au moins un directeur dans la firme faisant partie de la famille.
- La famille est le plus important actionnaire.
- La famille est le plus important détenteur d'actions à droit de votes.
- La famille est le plus important actionnaire et elle détient au moins 20% de droits de vote.
- Un ou plusieurs membres de la familles détiennent des paquets importants d'actions, mais il n'y a pas des exécutifs faisant partie de la famille.
- La famille est le plus important détenteur des voix de votes, a au moins 20% des votes et un membre de la famille est directeur ou exécutif dans la firme.

Morck (1998) définit la firme familiale comme étant « une firme contrôlée soit par un entrepreneur, soit par un héritier au seuil de 20% et plus, les firmes sans présence des paquets de contrôle de 20% ou plus étant considérées comme ayant un actionnariat diffus. La Porta et al.(1999) définissent une firme familiale en fonction des droits de contrôle concentrés dans les mains d'une famille ou d'un individu au seuil de 10% et 20%³.

Au contraire, Anderson et Reeb (2003) utilisent une définition plus large, ce qui pourrait constituer une explication pour le pourcentage élevé des firmes familiales trouvées aux États-Unis. Pour eux, une firme est considérée comme étant familiale s'il y a présence familiale dans la firme, quant aux détenteurs d'actions ou à la présence au niveau du management de la firme.

Avant de déterminer la définition de la firme familiale, utilisée dans cette étude, une présentation du cadre théorique sera faite.

³ La Porta et al. (1999) examinent le phénomène de la firme familiale à travers le monde. Ils choisissent le seuil de 10%, respectivement 20% pour désigner le contrôle dans une firme.

1.2. L'actionnariat diffus : une théorie révolue

Le cadre théorique prédominant ces dernières décennies a été celui de l'actionnariat diffus, concept introduit par Berle et Means (1932) dans leur ouvrage « *The Modern Corporation and Private Property* » qui a largement dominé autant les recherches scientifiques, que le tableau des sociétés américaines.

Les auteurs Berle et Means démontrent, par une étude menée sur 200 sociétés américaines, la prévalence de la propriété diffuse dans les entreprises et la concentration du pouvoir dans les mains des gestionnaires. Ils reportent que 65% des 200 plus grandes firmes américaines sont contrôlées soit par les gestionnaires, soit par un dispositif légal stipulant une petite proportion de propriété.

Gadhoul (2005) critique Berle et Means (1934) en démontrant que les auteurs n'ont pas pris en considération la structure de contrôle pyramidal et que, même s'il existe une contrainte légale indiquant une petite proportion de propriété, cela ne veut pas forcément dire que le contrôle est attribué aux gestionnaires.

Les recherches des Lundberg (1946 ; 1968) viennent confirmer ce doute, car l'auteur trouve la présence d'un nombre restreint de familles qui contrôlent les principales sociétés étudiées par Berle et Means (1932). Même si plusieurs autres études, menées par le *National Resources Committee* (NRC, 1939) ont démontrées que près de la moitié des 200 entreprises en top aux États-Unis et 16 banques sont détenues par seulement huit groupes d'intérêt, contrôlés par des familles riches et des banquiers⁴, le cadre théorique de l'actionnariat diffus, instauré par Berle et Means (1934), a dominé la pensée économique des dernières décennies.

Ce cadre théorique de l'actionnariat diffus et de la séparation entre le contrôle et la propriété, a été renforcé par Galbraith en 1968 dans « *The New Industrial State* ». Récemment, plusieurs auteurs (Shleifer et Vishny (1997) ; La Porta et

⁴ Gadhoul Y., 2005. *Who Controls Us?*. European Financial Management.

al.(1999) ; Anderson et Reeb (2003)) analysent la structure de propriété aux États-Unis par la méthode de « *ultimate owner* »⁵

1.3. La théorie d'agence : une explication générale

Dans ce même cadre théorique de l'actionnariat diffus, Jensen et Meckling (1976) élaborent la théorie des coûts d'agences pointant les problèmes existantes entre actionnaires et gestionnaires. Partant de l'idée de la séparation entre contrôle et propriété, Jensen et Meckling (1976) dénombrent, dans leur fameux article « *Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* » deux conflits d'agence : le conflit existant entre gestionnaires et actionnaires et entre actionnaires et crédateurs (obligataires).

1.3.1. Le conflit d'agence entre gestionnaires et actionnaires

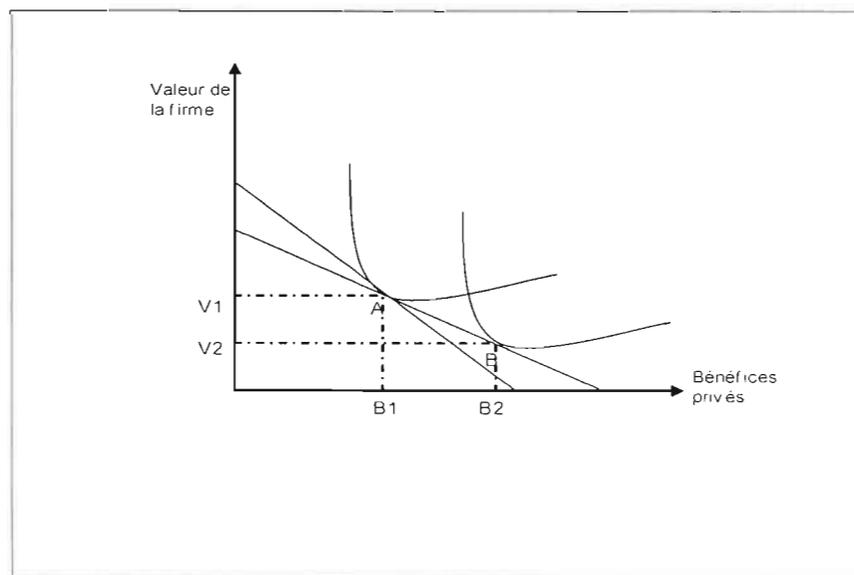
Jensen et Meckling (1976) expliquent le comportement des gestionnaires en se basant sur l'opportunisme. Un entrepreneur, propriétaire unique, travaillera toujours pour maximiser la valeur de son entreprise, puisqu'il assume, à lui tout seul toutes les conséquences de ses actes (voir Figure 1). Il se situera dans le point A, avec V1 comme étant la valeur maximale de la firme, et B1 étant les bénéfices privés qu'il en retire. Plus la propriété se disperse entre les mains des différents actionnaires, plus ces derniers délèguent leur autorité aux gestionnaires. La valeur de la firme se trouvera amoindrie et les bénéfices privés que les gestionnaires vont s'octroyer vont croître (voir le point B(V2,B2)). L'existence de l'asymétrie d'information entre les gestionnaires et les actionnaires permettent aux premiers de travailler plus dans leur propre intérêt, en s'octroyant des bénéfices privés et donc, au détriment de l'intérêt

⁵ La Porta et al. (1999) utilisent ce terme pour désigner le propriétaire ayant le contrôle dans une entreprise.

général des actionnaires. Ceci constitue donc un coût d'agence pour l'entreprise, et par conséquent une perte de la valeur de l'entreprise.

Ce type de conflit d'agence, dénommé par la littérature comme le type I entre principal et principal est rencontré, théoriquement, plus souvent en dehors des États - Unis et de la Grande Bretagne (voir Wolfenzon, 2004 ; LaPorta et al., 1999), mais pratiquement des scandales tel Enron ou Tyco nous prouvent le contraire⁶. Tout de même, une vaste littérature recense ce type de conflit d'agence dans des économies ayant soit un système législatif de droit civil d'inspiration francophone (Gadhoun, 2003), soit se trouvant en phase de développement ou traversant des crises économiques, tel les pays de l'Europe de l'Est ou de l'Asie du Sud -Est⁷.

Figure 1 : Valeur de la firme et bénéfices privés de l'entrepreneur vs. gestionnaire.



⁶ Scandales récents aux États - Unis portant sur la gouvernance corporative.

⁷ Lemmon and Lins (2003); Mitton (2002); Claessens, Djankov et al. (2000); Claessens, Djankov et al. (2002)

Ce coût d'agence se manifeste sous trois formes principales : les gestionnaires travaillent moins que s'ils travaillaient pour leurs propres intérêts, ils favorisent les projets moins risqués dans le but de ne pas mettre en péril leur emploi et leur carrière et ils utilisent parfois les ressources de l'entreprise pour leur bénéfice personnel. Ceci peut être rencontré dans les firmes familiales, surtout si le gestionnaire est un membre de la famille propriétaire de la firme.

Selon Jensen et Meckling (1976), il est possible de contrer le problème d'agence, en réduisant la séparation entre la gestion et le contrôle et en augmentant la proportion d'actionnaires gestionnaires dans l'entreprise⁸.

1.3.2 Le conflit d'agence entre actionnaires et crédateurs (obligataires)

Jensen et Meckling (1976) observent également que les actionnaires diversifiés sont incités à exproprier les obligataires en investissant dans des projets risqués avec un rendement attendu élevé, par le phénomène de substitution d'actifs (« *asset substitution* »). Les obligataires, en anticipant ces motivations, demandent alors des intérêts plus élevés, ce qui se solde avec un coût de la dette plus élevé pour l'entreprise.

Les études (Anderson et Reeb, (2003)) ont démontrées que les actionnaires non - diversifiés, comme par exemple les familles, ont d'autres intérêts dans la firme que les actionnaires diversifiés, atomiques. Leur intérêt dans la pérennité de la firme étant plus important que celui de retirer des bénéfices rapides, ils vont investir dans des projets moins risqués, et en conformité avec les attentes des obligataires. La présence des familles dans les firmes est vue comme étant un réducteur de ce deuxième type de problème d'agence entre actionnaires et obligataires.

⁸ La solution semble simple et efficace. Nous savons cependant que dans la pratique il y a des phénomènes d'ingérences managériales. Voir Shleifer et Vishny (1997).

1.3.3 Le conflit d'agence entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires

Un troisième type de conflit d'agence⁹ – entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires - apparaît : les actionnaires majoritaires peuvent utiliser leur position dominante de la firme afin d'extraire des bénéfices privés au détriment des autres actionnaires minoritaires. La Porta et al. (2000) analyse ce phénomène d'expropriation des actionnaires minoritaires par les majoritaires, dénommé « *tunneling* » au niveau mondial dans l'article portant le même nom. Il explique « *l'expropriation légale* » dans des pays développés, par rapport au système juridique existant, le système de droit civil permettant, par son inertie, l'expropriation plus que le système du droit commun, qui se trouve en permanente évolution.

Shleifer et Vishny (1997) démontrent que l'expropriation des capitaux par les dirigeants peut prendre d'autres formes plus élaborées que le détournement des fonds, une de ces techniques étant le « transfert de prix », où les dirigeants créent des firmes indépendantes et leur vendent des produits des firmes affiliées à un prix inférieur à celui du marché.

L'expropriation des actionnaires minoritaires intervient à deux niveaux : premièrement, l'actionnaire majoritaire transfère les ressources de l'entreprise en son propre bénéfice par des « *self-dealing transactions* », et deuxièmement, il peut accroître sa part d'actions dans l'entreprise sans transfert d'actifs, ce qui génère une plus grande scission entre propriété et contrôle.

⁹ Jensen, 1990.

1.3.4 Le conflit d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires, transposé dans le contexte des firmes familiales

Le conflit actionnaires majoritaires –minoritaires, de type 3, se trouve au cœur de la problématique des entreprises familiales. Les familles étant des actionnaires majoritaires, elles présentent dans l'entreprise par une scission entre la propriété et le contrôle de part les mécanismes de contrôle qu'elles utilisent.

Dans le cadre d'un actionnariat diffus, le conflit principal réside entre les gestionnaires et les actionnaires; dans le cadre d'une firme avec une structure de propriété concentrée, le conflit principal réside entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires.

Le troisième conflit d'agence entre actionnaires majoritaires, représentés par la famille et les actionnaires minoritaires, se traduit par le risque d'expropriation (« *tunneling* »)¹⁰ des actionnaires minoritaires par les majoritaires et le transfert de la valeur d'une firme à une autre détenue par la même famille, via la structure pyramidale. Nous allons observer dans ce travail, que ce risque est beaucoup plus accru dans les pays ayant un faible système légal de protection des droits des actionnaires, ce qui n'est pas le cas aux États-Unis.

La Porta et al. (1997) trouvent, dans leur article « *Tunneling* », une explication de la différence entre les pays au niveau de la structure de la propriété. Les explications sont de nature légale et basées sur des observations empiriques, les auteurs démontrant que dans les économies avec une bonne protection légale (le régime de loi commune, la majorité des firmes sont détenues par un actionnariat diffus; dans les autres économies, régies par le régime de droit civil, offrant donc une piètre protection des intérêts des actionnaires, la majorité des firmes est détenue par les familles, les gros actionnaires institutionnels ou l'État. Le risque d'expropriation des actionnaires minoritaires par les actionnaires majoritaires et le fait d'avoir recours

¹⁰ La Porta et al. (1997)

ou non à un système légal qui protège l'intérêt des actionnaires, constituent deux explications pertinentes quant à la différence entre les structures de propriété dans le monde.

1.4. L'actionnariat concentré : la structure de la propriété au niveau mondial

D'importantes contributions en matière de recherche ont été faites afin de démontrer l'importance de l'actionnariat concentré, surtout aux mains des familles, à travers le monde. La littérature a fait plusieurs comparaisons de structure de propriété et de la présence de firmes familiales à travers le monde. Dans un premier temps, des études ont été menées par région - voir Classens et al. (2000) en Asie de Sud - Est, et Faccio et al. (2002) en Europe de l'Ouest, Anderson et Reeb (2003) aux États- Unis et Morck (1998) et Gadhoun (2003) au Canada, ou pour 27 pays du monde (La Porta et al. (1999)).

Il existe également des nombreuses études qui démontrent l'emprise de la concentration de la propriété dans les mains des gros institutionnels et des familles dans le monde et même parmi les plus grandes firmes américaines (voir Eisenberg (1976); Demsetz (1983); Demsetz et Lehn (1985); Shleifer et Vishny (1986); Morck (1998); Shleifer et Vishny (1997,1998); La Porta et al.(1999); Anderson et Reeb (2003); Gadhoun et al. (2005)).

Les dernières années, des chercheurs ont apportées des importantes contributions à la recherche, démontrant, dans un premier temps que la situation sur la structure de la propriété dans le monde est bien différente que celle décrite par le cadre théorique de l'actionnariat diffus de Berle et Means (1934), et dans un second temps, que même aux États- Unis et au Canada, ledit cadre théorique est désuet (voir Shleifer et Vishny (1997); La Porta et al.(1999); Anderson et Reeb (2003); Gadhoun et al. (2005); Morck(1998); Wolfenzon (2004)).

Tableau 1.1 : Situation de la propriété familiale au niveau mondial.

Pays	Propriété diffuse	Propriété familiale	Autre	Source
USA	80%	20%	0%	La Porta;
Canada	60%; 63%	25%	15%	La Porta, Gadhouri
UK	100%	0%	0%	La Porta.
France	60%	20%	20%	La Porta.
Allemagne	50%	10%	40%	La Porta.
Japon	90%	5%	5%	La Porta.
Hong Kong	10%	70%	20%	La Porta.
Moyenne 27 économies	36%	30%	34% (dont États: 18%)	La Porta.

Source: (La Porta & al.(1999); Gadhouri(2003)

La Porta *et al.* (1999) tirent l'attention dans leurs article « *Corporate Ownership Around the World* » que dans les 27 plus grandes économies étudiées autour du monde, seulement 36% des firmes ont une propriété diffuse, 30 % une propriété concentrée aux mains des familles, 18% est de la propriété étatique et le reste est de la propriété détenue par les investisseurs institutionnels. Cette évidence détrône *de facto* le cadre théorique de Berle et Means (1932), au niveau mondial. C'est dans cet article que les auteurs définissent pour la première fois le terme « *d'ultimate owner* » – le propriétaire « *ultime* », celui qui détient le contrôle sur une firme au seuil de 10% ou de 20%, selon les études.

En général, l'emprise des familles sur les économies du monde est énorme. En Suède, une seule famille, les Wallenberg, contrôle via une structure de propriété de type pyramidale, presque 50% de la capitalisation boursière de la plus importante bourse au pays, la Bourse de Stockholm (Anblad (2001) ; Wolfenzon (2004)). Également, en Asie du Sud - Est, les familles du top 15 de la richesse, contrôlent 84% du PIB de Hong - Kong, 76,2% en Malaisie et 48,3% au Singapour (La Porta, 1999).

Aux États – Unis, alors que La Porta et al. (1999) démontrent que 80% de la propriété est diffuse, Anderson et Reeb (2003) montrent qu'un tiers des firmes composant l'index boursier S&P 500 est détenu par les familles¹¹.

Gadhoum et al. (2005) font une étude de comparaison entre les entreprises américaines et celles de l'Asie du Sud -Est et d'Europe (avec des données tirées de Faccio et Lang (2002) et de Claessens et al. (2000) pour ces deux dernières régions) et affirment qu'au seuil de 10%, les États-Unis enregistrent environ 60% d'entreprises qui sont contrôlées par un actionnaire majoritaire, dont environ 25% sont contrôlées et gérées par des familles et 13% sont contrôlées par un trust de famille. Les auteurs affirment¹² également qu'au seuil de 10%, aux États-Unis nous trouvons, de nos jours, plus d'entreprises contrôlées par des familles que dans les autres quatre économies suivantes, au niveau de l'importance mondiale. Toute de même, cette étude montre une certaine faiblesse quant à la provenance des données : nous pouvons observer que l'auteur compare 3607 firmes américaines avec 516 firmes françaises, 416 firmes allemandes et 1182 firmes japonaises, par exemple. Nous pouvons nous demander si la taille de ces firmes et la taille de l'échantillon ne biaise pas les résultats obtenus. (voir Tableau 2).

Nous pouvons observer, à partir de ce tableau qu'au seuil de 10% et de 20% le Japon détient le plus grand nombre de firmes ayant un actionnariat diffus, parmi les cinq économies les plus développées au monde (42 % ; 79%), détrônant les États-Unis. Au seuil de 10%, les États-Unis enregistrent un nombre de firmes détenues par les familles, à peu près égal à celui de l'Allemagne, tandis qu'au seuil de 20%, à peu près 20% des firmes américaines sont détenues par les familles.

¹¹ L'index boursier S&P 500 recense les 500 plus grandes capitalisations boursières du NYSE.

¹² Gadhoum Y. et al. 2005. Who controls us? *European Financial Management*.

Tableau 1.2 : Comparaison entre les économies du Top 5 : Contrôle des actionnaires.

	Nombre Entre-prises étudiées	Actionnariat diffus Seuil =10%	Entreprises contrôlées par des familles Seuil= 10 %	Entreprises contrôlées par des institutions financières Seuil = 10%	Actionnariat diffus Seuil = 20%	Entreprises contrôlées par des familles Seuil = 20%	Entreprises contrôlées par des institutions financières Seuil = 20%
USA	3607	40,26%	36,6%	16,33%	71,89%	19,82%	4,66%
Japon	1182	42%	13,10%	38,5%	79,8%	9,7%	6,5%
Allemagne	416	3,6%	37,26%	22,35%	12,01%	31,73%	13,46%
France	516	6,2%	34,30%	20,73%	16,47%	29,84%	13,37%
Grande Bretagne	1385	22,59%	25,27%	37,04%	65,34%	13,42%	9,24%

Source : Gadhoum, 2005

Enfin, Villalonga (2003) analyse la performance des firmes familiales (cas des États - Unis) sur 5 ans, entre 1994 - 2000, compte tenu du mélange et de la pondération des trois éléments fondamentaux dans la définition d'une firme familiale : la propriété, le contrôle et le management. Sa conclusion, une nouveauté dans la matière, est que la performance des firmes familiales dépendrait de la présence et la proportion des trois éléments cités auparavant, dans la constitution d'une firme familiale. Il conclue que la propriété familiale crée de la valeur seulement quand le fondateur a la fonction du CEO, mais quand ses descendants et héritiers occupent cette fonction, la valeur de la firme se trouve réduite. Egalement, la valeur de la firme se voit réduite de part l'utilisation des mécanismes de contrôle, tel que les actions à vote multiples et les pyramides, même si le CEO est le fondateur de la firme. Par contre, le conflit classique, entre propriétaires (actionnaires) et gestionnaires est plus coûteux dans les firmes non- familiales, que celui engendrant

famille et actionnaires minoritaires dans les firmes familiales, dont le CEO est le fondateur.

1.5 Concentration de la propriété : Le cas du Canada

Le Canada et les États-Unis représentent des nombreuses similitudes. Malgré ceci quand même la législation quant à la déclaration de la fortune, de la prise de participation et des actions détenues par un individu ou par une famille dans une entreprise, il existe une différence dans la législation : aux États-Unis les détenteurs de participations dans une entreprise sont obligés de déclarer toute participation, or qu'au Canada, ce n'est pas le cas.

Le résultat de ce fait est une diminution de la transparence, quand à la connaissance des investisseurs (familles et individus) dans les firmes canadiennes, et donc à la naissance des structures pyramidales dans la structure de propriété des firmes.

Gadhoun (2002) découvre, sur une étude de 1121 firmes canadiennes affichées en Bourse que nous sommes en présence d'une structure de propriété et de contrôle concentrée au Canada et que la séparation entre le contrôle et la propriété est prononcée.

Au Canada, nous sommes confrontés à la présence des 2 régimes législatifs : le modèle du droit civil français au Québec et le model anglo-saxon, ailleurs au Canada.

Gadhoun (2002) tire la conclusion que pour son échantillon de données de 1996, en accord avec les découvertes de La Porta et al.(1999), que les firmes québécoises, régies par le modèle de droit civil, présentent une structure de propriété plus concentrée avec une présence plus poussée des pyramides. Étant donné que toutes les firmes canadiennes cotées en Bourse, sont cotées à Toronto, les firmes doivent être en conformité avec les normes de la Ontario Securities Commission (OSC) en matière de valeurs mobilières. Ainsi, l'effet francophone est visible

seulement au niveau culturel, dans le choix des dirigeants québécois, par exemple. En effet, au Canada, malgré son héritage de loi commune et de la structure de protection des investisseurs similaire à celle présente aux États-Unis, la structure reste concentrée au niveau de la propriété et du contrôle. Gadhoum (2002) trouve que seulement 17.53% (respectivement 36.24)% des firmes canadiennes sont détenues majoritairement et que 82% (respectivement 63)% ont un propriétaire majoritaire au niveau de 10% (respectivement 20%). Malgré l'index de l'efficacité judiciaire du Canada, très semblable à celui des États-Unis et de la Grande Bretagne, index fourni par la *Business International Corporation* dans l'étude de La Porta et al. (1998) la structure de propriété des firmes canadiennes est très différente de celles américaines et britanniques. Cette situation peut être expliquée par la taille limitée des firmes canadiennes et par l'importance plus réduite de l'environnement des affaires au Canada par rapport aux États-Unis et à la Grande -Bretagne.

Morck (1998) a un apport très intéressant dans l'étude de la situation canadienne et définit le terme de « *Canadian Disease* » décrivant le retard de l'économie canadienne par rapport à l'économie américaine, qui serait du à l'effet néfaste et à l'emprise des firmes familiales sur l'économie canadienne. Il trouve que les firmes canadiennes contrôlées par les héritiers, dont la plupart appartiennent à des pyramides, sont sous - performantes par rapport à la moyenne des firmes américaines par industrie, comparables en taille et age, tandis que les firmes canadiennes détenues par un actionnariat diffus, ne le sont pas.

Par rapport aux pyramides, Claessence (2000) trouve que la valeur de la firme tombe quand les droits de contrôle des principaux actionnaires majoritaires croît, en dépassant les pourcentages de propriété détenus, dans son étude des firmes asiatiques. Gadhoum (2005) reporte la présence de « *l'expropriation* » dans les sociétés canadiennes contrôlées par des pyramides.

King et Segal (2000) affirment que la valeur des compagnies canadiennes se trouve diminuée par rapport à celle des compagnies américaines, à cause des

différences de la gouvernance corporative présente dans les deux pays et du phénomène d'inertie des investisseurs de diversifier leurs portefeuilles à l'international, en préférant les titres autochtones. Ce phénomène d'inertie quand à la diversification de l'investissement résulte dans une proportion des actions étrangères détenues par des investisseurs domestiques insignifiante par rapport aux recommandations de la théorie de portefeuille moderne. Deux aspects de la gouvernance corporative contribuent à cette inertie : l'asymétrie de l'information et la structure de propriété.

Le Canada et les États-Unis enregistrent le même score de protection des investisseurs, selon La Porta et al.(1999) et sont virtuellement identiques quand à leurs mesures légales par rapports au IPO. En dépit des similarités formelles, il existe des différences significatives dans le fonctionnement et l'impact de la gouvernance corporative entre le Canada et les États-Unis, quand à la structure de propriété, le Conseil d'Administration et la structure de la compensation des exécutifs. Il a été démontré que ces caractéristiques vont faiblir la gouvernance corporative et vont promouvoir l'ingérence des gros actionnaires et gestionnaires puissants dans les firmes canadiennes (Dow et McGuire, 2005).

La propriété dans les firmes canadiennes est beaucoup plus concentrée que dans les firmes américaines. Morck et al. (2000) notent que seulement 53 des 246 plus grandes compagnies canadiennes ont un actionariat diffus. Gadhoun et al. (2003) affirment que 62% des compagnies canadiennes de leur échantillon ont un propriétaire « *ultime* » capable de diluer les intérêts des actionnaires minoritaires, tandis que trois quarts (3/4) des sociétés américaines sont détenues par un actionariat diffus (La Porta et al. ; 1999). La différence entre les chiffres s'explique par le fait que l'échantillon des firmes étudiées par Gadhoun et al. (2003) contient plus de firmes, ayant une taille moins importante.

Outre la concentration de la propriété dans les mains des « *blockholders* » et des familles, on note, au Canada, une ingérence dans la politique des puissants managers, ce qui a pour effet une limitation de la compétition et une protection des firmes canadiennes face aux pressions de performance.

Plus loin, on note que les sociétés canadiennes sont caractérisées par une structure de propriété pyramidale (par exemple Molson ou Bell Canada) (Morck et al.; 2002 ; 2004). Un des apports principaux de ce mémoire est de les identifier et de calculer le pourcentage de contrôle que les investisseurs institutionnels détiennent dans ces groupes pyramidaux. Selon Gadhoun et al. (2003), les sociétés canadiennes se caractérisent par une inter-connectivité plus importante que beaucoup de sociétés des pays asiatiques. Ils démontrent que 70 des 246 plus grandes sociétés canadiennes sont contrôlées par un investisseur individuel ou par un holding familial, qui détient plus de 20% des votes.

Une autre différence significative entre les pays est constituée par les actions à votes multiples : une étude récente menée par le *Globe & Mail* (2004) montre que ¼ des plus grandes compagnies canadiennes continuent à permettre l'issue des actions à votes multiples or que les firmes américaines le permettant sont relativement peu nombreuses (Gompers et al.; 2004). Aux États-Unis les droits de votes multiples sont associés à une performance appauvrie, mais ceci peut ne pas être le cas au Canada; ceci pouvant constituer une piste de recherches futures fort intéressante.

L'investissement institutionnel est moins élevé au Canada qu'aux États-Unis : seulement 38% de la valeur des actions sont détenues par les institutionnels au Canada, compare au 53% aux États-Unis (Patry et Poitevin, (1995) ; Rao, (1995)). De plus, l'investissement institutionnel au Canada est plus limité que celui américain, ce qui fait diminuer son rôle de monitoring.

Le Canada est perçu comme étant un moindre protecteur des actionnaires minoritaires par rapport aux États-Unis ; elle est perçue également comme étant un

régulateur moins efficace des marchés, que les États-Unis. Ceci est du en partie au fait que la responsabilité de la régulation des marchés est attribuée aux 13¹³ instances provinciales, par rapport à une instance unique, la SEC, aux États-Unis ; ce qui mène à une moindre protection des investisseurs minoritaires. La présence d'autres organismes autorégulateurs en matière de fonds mutuels, par exemple, rajoute des frais et de la lourdeur administrative aux transactions mobilières, ayant un impact négatif sur la liquidité des marchés et le coût du capital.

Entre autre, le fait que les compagnies seniors, toutes listées à la Bourse de Toronto, aient droit à des émissions d'actions à votes multiples, et donc en occurrence à une cotation conjointe des actions ayant un droit de vote et d'autre n'en détenant pas, rajoute au marché canadien l'étiquette d'être un moindre protecteur des intérêts des actionnaires minoritaires. Cette pratique est interdite sur le New York Stock Exchange depuis 1994.

1.6. Structure de propriété aux États - Unis

Anderson et Reeb (2003) ont fait une étude détaillée de la structure de propriété aux États – Unis, dans leur article « *Founding – family ownership and firm performance : evidence from the S&P 500* ». Les auteurs analysent la relation entre la structure de propriété et la performance dans l'échantillon du S&P 500. Ils trouvent qu'un tiers des firmes de l'indice sont contrôlées par les familles, qui détiennent en moyenne 18% du capital investi de la firme. La firme familiale est définie comme étant toute firme ayant pour actionnaire majoritaire (au seuil de 10% ou de 20%) une famille.

La relation entre les firmes familiales aux États-Unis et leur performance a été étudiée auparavant par plusieurs auteurs : Fama et Jensen (1983) affirment que la combinaison entre propriété et contrôle permet aux gestionnaires d'échanger les

¹³ Voir King et Segal (2003) : 12 instances provinciales et la OSC (Ontario Securities Commission).

profits contre des bénéfices privés, mettant en garde contre les dangers de la firmes familiales ; idée qui s'inscrit dans le cadre théorique de Berle et Means (1932). Demsetz (1983) et Shleifer et Vishny (1997) vont démontrer à leur tour, de manière empirique, que les familles - propriétaires vont retenir les profits afin de s'octroyer des bénéfices privés et vont priver la firme de ses ressources. Finalement, Morck (2000) démontre que la propriété familiale continue, dans laquelle le CEO de l'entreprise fait partie de la famille, mène à une faible performance.

Compte tenu de ces recherches, l'article de Anderson et Reeb (2003) est une nouveauté dans la matière, démontrant le lien positif entre propriété familiale et performance.

L'étude est menée sur un échantillon de 403 firmes du S&P 500 entre 1992 et 1999 et les mesures de performance utilisées sont le ROA, le ROE et le Q de Tobin, montrant la performance anticipée future de l'entreprise. Les auteurs ont régressés les variables mesurant la performance sur un set de variables de contrôle (industries, appartenance du CEO, linéarité de la relation performance – propriété, état de l'économie). Leurs résultats montrent que, dans l'échantillon du S&P 500, les firmes familiales performant mieux que les firmes non – familiales, montrant un ROA supérieur et moins volatil que celui des firmes non – familiales. L'étude démontre également la relation non – linéaire entre la propriété familiale et performance : la performance de l'entreprise familiale augmenterait, selon les auteurs, avec le pourcentage détenu par la famille et ceci jusqu'au seuil de 18%, puis décroît si la famille détiendrait plus de participation que ledit seuil. D'autres auteurs¹⁴ démontreront ceci avec le seuil de 12%. Également, les résultats empiriques ne sont pas sensibles aux variations économiques, ne dépendant pas d'un marché *bull* ou *bear*¹⁵.

¹⁴ Wolfenzon (2004), Gadhoum (2004)

¹⁵ Le terme « Bull » signifie une tendance haussière du marché boursier, et le terme « Bear » une tendance à la baisse des cours boursiers.

Quant à la séparation entre propriété et contrôle, les auteurs contredisent Shleifer et Vishny (1997) en affirmant que le fait que la famille détient le contrôle, ne montre pas une expropriation des actionnaires minoritaires, dans le cas des Etats - Unis, fait renforcé par la relation positive entre la performance de l'entreprise et la présence familiale jusqu'au seuil de 18%. Une possible explication quand à la différence des résultats, peut être la différence dans la taille des échantillons ou la définition des firmes familiales.

1.7 Les modalités de contrôle des familles et leurs implications

Dans cette section de la revue de littérature, nous allons présenter les différentes modalités de contrôle utilisées par les familles et leurs implications au niveau de la valeur de la firme et sa performance, compte tenu de l'ingérence des familles.

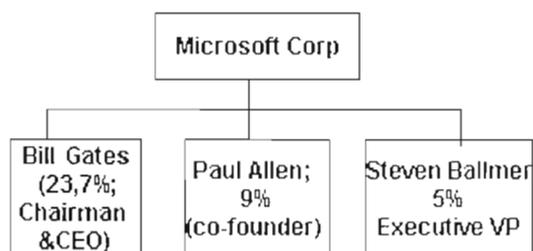
Plusieurs modalités de contrôle utilisées par les actionnaires majoritaires (les familles, dans notre cas), afin de détenir le contrôle dans une entreprise, avec une proportion moindre de capital investi, ont été recensées par la littérature

1.7.1 Le modèle des actions à votes simples

La modalité « *une action –un vote* » suppose la proportionnalité du contrôle au capital investi. Le propriétaire majoritaire qui détient le contrôle de l'entreprise est celui qui a le plus de capital investi, également. Pour illustrer, prenons le cas de Microsoft ou Bill Gates, avec 23,7% des actions est l'actionnaire détenant le plus important paquet d'actions, ayant également 23,7% du capital investi.

C'est la modalité de contrôle la plus simple et la plus transparente (Figure 1.2), mais également, la moins utilisée pour les grandes entreprises.

Figure 1.2 : Microsoft Corp. : Contrôle par actions à votes simples



Source : La Porta et al., (1999).

1.7.2. Les actions à votes multiples

Le contrôle par actions à votes multiples suppose la scission entre capital investi et droits de contrôle. Par exemple, la famille Ford détient avec seulement 3,6% du capital investi 40% du pouvoir de vote de la compagnie¹⁶.

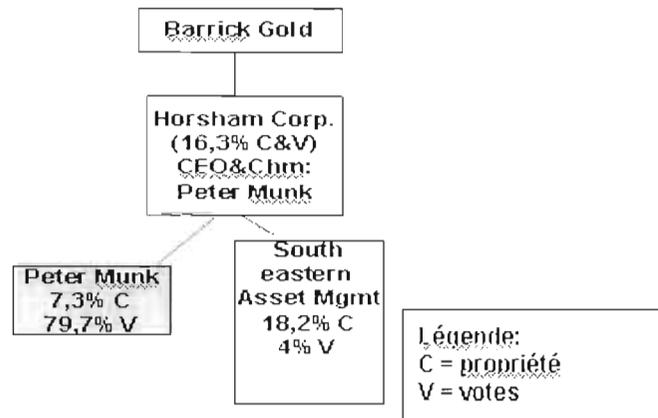
Un autre exemple est celui de la quatrième compagnie canadienne quant à sa capitalisation boursière, Barrick Gold, où Peter Munk détient le contrôle absolu par l'intermédiaire de la société Horsham Corp., dont il est PDG. En effet Peter Munk contrôle Horsham Corp. avec seulement 7,3 % du capital détenu mais qui donne droit à 79,7% du total du pouvoir de vote. Ensuite, Horsham Corp., avec ses 16,3% d'actions de Barrick, est l'actionnaire « ultime » détenant le contrôle de cette même société (voir Figure 1.3).

Cette scission entre capital investi et droits de contrôle donne naissance aux divers problèmes d'agence comme le risque d'expropriation des actionnaires minoritaires par les actionnaires majoritaires ou encore le problème d'enracinement

¹⁶ Wolfenzon, 2004.

du gestionnaire dans l'entreprise, ce qui peut la priver de l'arrivée des nouveaux talents à sa gouverne.

Figure 1.3 : Barrick Gold : Contrôle par actions à votes multiples



Source : LaPorta et al., (1999).

1.7.3. Le holding corporatif

Nous faisons la distinction entre holding direct et structure pyramidale, tel que décrit dans cette section.

1.7.3.1 Le holding direct

La structure du holding direct est employée par des familles, qui détiennent un trust, à l'aide duquel elles détiennent des participations dans des diverses firmes. Si une firme est détenue directement par le Holding, il s'agit d'une structure de propriété de holding directe¹⁷. Par exemple, au Canada, la famille Bombardier détient

¹⁷ La Porta et al. (1999)

le trust «Le Groupe de la Famille Bombardier», qui est propriétaire à 100% du « Les Placements Bombardier ». A son tour, le holding direct est impliqué dans une structure pyramidale, détenant Bombardier Inc.

1.7.3.2 La structure pyramidale

La structure pyramidale est la modalité de contrôle le plus souvent rencontrée en dehors des États-Unis et du Royaume Uni. Wolfenzon (2004) confirme que, lorsqu'au niveau mondial, le moyen favori de contrôle des familles est la structure pyramidale, aux États-Unis elle est moins utilisée. Par contre, au Canada, il s'agit de la modalité de contrôle le plus souvent utilisée dans les grandes entreprises familiales¹⁸.

Une firme Y est dite contrôlée de manière pyramidale, si elle a un actionnaire « *ultime* » qui contrôle Y indirectement par une autre corporation qu'elle ne contrôle pas entièrement. Par exemple, une famille détient 15% de la firme X qui détient 20% de la firme Y, c'est-à-dire que Y est contrôlée par une pyramide au seuil de 10%. Mais au seuil de 20%, Y est directement contrôlée par X (qui est détenue largement au seuil de 20%), donc on n'est pas en présence d'une structure pyramidale. Même si X détient 100% dans Y, ce n'est pas une structure pyramidale, car celle-ci implique une scission entre la propriété de l'actionnaire « *ultime* » et son contrôle.

Par exemple, Morck (2000) divulgue la chaîne pyramidale des frères Bronfman, au Canada. Edward et Peter Bronfman détiennent Broncorp Inc. Qui contrôle HIL Corp., avec un pourcentage de capitaux propres détenus de 19.6%. HIL détient, à son tour 97% de Edper Resources, qui détient 60% de Brascan Holdings, qui détient 5.1% dans Brascan, qui détient 49.9% de Braspower Holdings, qui détient 49.3% de Great Lakes Power Inc., qui détient 100% de First Toronto Investments, qui détient 25% de Trilon Holdings, qui détient 64.5% de Trilon Financial, qui détient

¹⁸ La Porta et al. (1999)

41.4% de Gentra, qui détient à son tour 31.9 % de Imperial Windsor Group. Les frères Bronfman détiennent 0.03% du capital de Imperial Windsor Group, mais le contrôle totalement, ainsi que toutes les autres firmes dans la pyramide décrite plus haut.

L'organigramme décrivant la propriété et le contrôle de Brascan Corp. se trouve en Annexe 1.

Le procédé de contrôle consiste dans le fait qu'une firme familiale X détient toujours plus de 50% du pouvoir de vote dans des filiales, qui à leur tour détiennent plus de 50% dans d'autres filiales et ainsi de suite. La firme familiale sera actionnaire majoritaire, « *ultime* », au seuil de 10% dans des firmes se situant dans la chaîne de contrôle. Dans cet enchaînement, les actionnaires publics détiendront toujours moins de 50%, donc seront à chaque fois minoritaires et les familles seront les actionnaires majoritaires. Les problèmes d'agence typiques entre actionnaires majoritaires et minoritaires surgiront dans ce cas, tel le transfert de valeur d'une pyramide à un autre, d'où le risque d'expropriation des actionnaires minoritaires.

Cet exemple constitue une situation hypothétique simplifiée et ne prend pas en compte les participations croisées entre les firmes, qui est un procédé qui complique encore plus la tâche des chercheurs et ombrage la transparence de la structure de propriété.

1.7.3.3. La prise de participations croisées

Une firme Y est dite contrôlée par une chaîne de contrôle si elle a un actionnaire « *ultime* » qui la contrôle via une multitude d'entreprises, dans lesquelles chaque noyau a au moins 5% du contrôle de l'autre. La firme Y est contrôlée par une chaîne de contrôle au seuil de 20% si la firme X détient dans la firme Y au moins 20% et que la firme Y détient au moins 20% de la firme X, ou si la firme Y détient directement au moins 20% de son propre stock.

1.7.4. Les autres méthodes de prise de contrôle

Les autres méthodes de prise de contrôle utilisées par la gouvernance corporative et énumérées par Wolfenzon (2004) sont le *keiretsu* au Japon et la participation des banques à la gouvernance de l'entreprise, spécialement en Allemagne. Nous ne nous intéressons pas à ces méthodes dans le cadre de ce travail, car elles ne s'appliquent pas au cas des États-Unis et du Canada.

Au Canada, la surveillance de l'efficacité de gestion des firmes par les banques est valable, mais le sujet dépasse l'étendue de ce mémoire.

1.8 La firme familiale : avantages et inconvénients

Le terme de « *firme familiale* » porte à confusion, surtout aux États-Unis. À partir des écritures de Berle et Means (1932) et de Galbraith (1964), le terme de firme familiale signifie une firme de petite taille, détenue par une famille et ayant comme employés les membres de cette famille, et peut-être, quelques autres employés, éventuellement.

Dans cette étude, le terme de « *firme familiale* » va désigner une entreprise, de grande taille, multinationale parfois, dont le propriétaire majoritaire est une famille ou un entrepreneur.

Le terme de propriétaire « ultime » a été employé par La Porta et al. (1999) pour désigner l'actionnaire qui détient le contrôle d'une firme au seuil de 10% ou de 20%. Nous allons revenir sur cette notion ultérieurement, dans le cadre de cet écrit.

Anderson et Reeb (2003) définissent le terme de « *firme familiale* » comme étant toute firme ayant pour actionnaire majoritaire (au seuil de 10% ou de 20%) une famille.

Tout de même, les limites de cette définition apparaissent quant au but d'une firme. Par exemple, M. Carnegie a fait don des fonds de \$ 480 millions, reçus pour la vente de Carnegie Steel, une firme détenue majoritairement par M. Carnegie, aux associations caritatives, au lieu de la transmettre en héritage à sa famille. Ainsi, peut-on considérer Carnegie Steel comme étant toujours une firme familiale, compte tenu du fait que les fonds ont été octroyés et utilisés par des associations caritatives, et non pas par les membres de la famille Carnegie ? Ces questions ont donné lieu à une vaste littérature concernant les problèmes d'héritage des firmes familiales, qui ne fera pas l'objet de cette étude.

Nous allons nous tenir à la définition de Anderson et Reeb (2003) de la *firme familiale*, comme étant toute firme ayant pour actionnaire majoritaire au seuil de 10%, respectivement 20% une famille.

1.8.1 Les coûts de la firme familiale : la propriété familiale crée-t-elle de la valeur ?

Les coûts possibles des firmes familiales sont de deux sortes : les risques que prennent les actionnaires minoritaires vis-à-vis des actionnaires majoritaires et le coût d'opportunité de la firme de se voir privée d'un éventuel CEO extérieur talentueux ou de se voir expropriée de sa valeur créée.

Barclay et Holderness (1989) analysent les risques de la firme familiale, quant au risque lié à la valeur de la firme. Leur étude montre que le fait qu'un seul actionnaire détient un paquet d'actions, qui ne s'échangent plus sur le marché réduit la possibilité d'achat par d'autres agents ce qui réduit implicitement la valeur de la firme. Cette observation s'applique à tous les actionnaires majoritaires, pas seulement à des familles.

Un autre risque quant à la valeur de la firme est le fait que les familles restent en général actives dans la gestion de l'entreprise, même si elles ne sont pas compétentes dans ce domaine, ce qui représente un coût d'opportunité pour la firme,

qui se voit privée d'un éventuel CEO extérieur plus capable de la conduire (Shleifer et Vishny, 1997). Effectivement, cette affirmation a été prouvée empiriquement par Anderson et Reeb (2003), même dans le cas des États-Unis.

Un autre possible inconvénient est relié au risque d'expropriation des actionnaires minoritaires. Par exemple, la famille Ford a bénéficiée en 2001 d'un accroissement du pouvoir de vote de la famille, sans compensation pour les autres actionnaires¹⁹.

Avec seulement 3,6% du capital investi, la famille Ford détient le contrôle sur la firme, ayant 40% des droits des votes, ainsi que plusieurs membres de la famille présents au Conseil d'Administration. Egalement, les familles, œuvrant dans leur intérêt personnel, risquent de démotiver les employés à performer ; du fait que les postes importants, de direction, seront réservés à la famille, la firme se verra privée d'un personnel de talent important.(Panuzzi, 1997).

Villalonga (2003) trouve que les bénéfices dus à la présence continue de la famille dans la firme se trouvent partiellement annulés par le coût engendré par les excédents de vote des familles.

1.8.2 Les avantages de la firme familiale

Les avantages que tirent les firmes familiale de la présence des familles sont de deux sortes, en général : la motivation de la famille de faire prospérer la firme, car sa fortune en dépend et sa vision stratégique à long terme, quant à la survie de la firme.

En moyenne, les familles américaines apparaissant dans la classification de *Forbes* des « 400 Wealthiest Americans » détiennent plus de 69% de leur richesse dans leur compagnie, comme par exemple les Waltons dans Wal –Mart, les Dorances dans Campbell Soup ou les Ford dans Ford Motors. Ainsi, leur motivation de faire

¹⁹ Perold, 2002.

prospérer leurs firmes et bien plus importante que celle d'un CEO, dont l'intérêt est de rester 13 ans environ dans la firme, selon des études récentes²⁰.

Un problème se pose tout de même à ce point, sur l'endogénéité de l'étude : les firmes familiales sont-elles performantes car elles sont familiales, ou restent-elles familiales, justement, car elles sont performantes. C'est une question de recherche qui reste ouverte pour le moment²¹.

La présence à long terme des familles dans leurs firmes a deux avantages, recensés par la littérature : la baisse du coût de la dette et la vision stratégique à long terme. Par exemple, la famille Du Pont est présente depuis 200 ans avec 15% du capital détenu dans la firme Du Pont. En outre, Anderson (2002) démontre que la présence de la famille, si elle acquiert une bonne réputation, fait baisser systématiquement le coût de la dette de la firme, ce qui est de nature à régler le problème d'agence entre actionnaires et créditeurs.

1.8.3 Les problèmes d'agence dans les firmes familiales

Bebchuck (2000) démontre que la structure de l'actionnariat concentré a le potentiel de créer des coûts d'agence importants, en combinant les deux problèmes d'agence : celui de la firme étant contrôlée par un gestionnaire interne de l'entreprise et qui détient une fraction des capitaux propres de la firme (Jensen; 1986) et celle de la firme étant contrôlée par un gestionnaire externe qui est influencé par l'appréciation du marché du contrôle corporatif (voir Stulz, (1988) ; Cronqvist (2003)).

Gadhoun, (2005) montre que dans un cadre législatif, comme celui des États-Unis, bien réglementé par la SEC et le Glass-Steagall Act (1933), les actionnaires bénéficient d'une forte protection légale, qui fait diminuer largement le risque d'expropriation des actionnaires minoritaires par les actionnaires majoritaires (ici, les

²⁰ Kose, 1998.

²¹ Anderson et Reeb, 2003; Wolfenzon, 2004.

familles). L'absence de la structure de holding pyramidal est également une explication du fait que ce type de problème d'agence est largement moins diffusé que dans les autres pays (La Porta, 1999).

Au Canada, la présence de l'« *expropriation* » au sens de La Porta & al. (1997), et du « *Canadian Disease* » de Morck (1998) la situation se trouve être différente.

Faccio, Lang et Young (2002) démontrent qu'en Asie du Sud - Est, le contrôle familial mène à des sérieux problèmes d'agence de ce type, or qu'en Europe par exemple, ce n'est le cas, or dans ces deux régions du monde la structure pyramidale existe, la seule différence étant quant au cadre législatif.

Également, selon Gadhoum, (2005), dans un cadre législatif puissant, comme celui des États-Unis, la protection des actionnaires est meilleure quand la société a une forme de propriété plus concentrée que dans le cas où elle a un actionnariat diffus, qui risque de voir son pouvoir de surveillance dilué par les actionnaires ne s'impliquant pas dans la gestion de la société.

Villalonga (2003) trouve que les firmes familiales ayant des mécanismes de contrôle (actions à votes multiples, pyramides, participations croisées) et ayant un CEO appartenant à la famille, se confrontent au problème d'agence entre actionnaires et gestionnaires, mais non pas à celui entre actionnaires majoritaires (familles) et minoritaires (non - familles) ; tandis que les firmes familiales ayant des mécanismes de contrôle et un CEO extérieur à la famille se confronteraient aux deux problèmes d'agence. Les firmes familiales ayant un CEO appartenant à la famille et ne possédant pas des mécanismes de contrôle, ne se heurteraient pas à des problèmes d'agence, et les firmes non - familiales auraient le problème d'agence entre les gestionnaires et les actionnaires, mais non pas celui entre actionnaires majoritaires et minoritaires.

Les familles sont une classe unique d'investisseurs, et, il a été démontré par Cronqvist (2003), qu'elles utilisent plus que les autres investisseurs (institutionnels,

corporations, institutions financières), les mécanismes de contrôle aboutissant à une scission entre les droits de vote et de contrôle.

La relation entre le management et les firmes familiales a été analysée par Villalonga (2003) qui trouve que la présence familiale dans le management, mesurée en tant que présence d'un CEO appartenant à la famille à la tête de l'entreprise familiale, n'a pas un effet significatif sur la valeur de la firme. (voir Villalonga, 2003)

Par contre, Cronqvist (2003) trouve que les firmes familiales dont le pouvoir et contrôle est concentré dans les mains des familles, affichent un ROA diminué que les firmes dont l'ingérence familiale est moindre. De même, Himmelberg (1988) ne trouve pas de lien entre le ratio Q de Tobin et structure de propriété (voir Cronqvist, 2003)

1.9 Les effets de la cotation conjointe sur plusieurs places boursières sur la performance des entreprises

Cette section discute le rôle de la cotation concomitante des sociétés sur plusieurs places boursières dans le but d'alléger les problèmes d'agences de type 3 entre principal et principal.

La cotation conjointe est identifiée comme étant un mécanisme par lequel les firmes peuvent éviter une faible gouvernance corporative dans leurs pays d'origine en se soumettant à un régime de gouvernance plus rigoureux.

Il a été démontré que la gouvernance corporative a des caractéristiques qui peuvent être enracinées dans le contexte national et qui sont relativement peu sensibles au changement du régime de gouvernance (Dow et McGuire, 2005).

La cotation conjointe est vue comme un mécanisme pour la « convergence fonctionnelle » en permettant aux firmes de prendre avantage des régulations des marchés financiers (Coffee, 1999). Dans ce cas, les compagnies canadiennes cotées conjointement sur deux places boursières vont être capables d'échapper au réseau

d'affaires canadien étroitement tissé entre les acteurs financiers locaux. Ceci leur permettrait de bénéficier d'un système de gouvernance corporative plus fort, quant aux réglementations et aux divulgations (voir Dow et McGuire, (2005) ; Pagano et al.(2001)).

Pagano et al. (2001), Coffee (1999) trouvent que les firmes ont tendance à vouloir être cotées sur des places boursières où la régulation et la divulgation sont plus renforcées que sur leurs marchés locaux. Ces résultats suggèrent que les marchés plus fortement régulés incitent à une plus grande transparence de la part des sociétés et à des pressions concurrentielles plus fortes, bénéfiques pour la performance des sociétés. Être listées sur des places boursières plus fortement réglementées, amène aux firmes plus d'investisseurs, qui hésiteraient d'investir sur des marchés moins régulés, à cause du risque encouru, de l'asymétrie d'information ou des restrictions légales quand aux avoirs étrangers.

De ce point de vue, et en tenant compte de la limitation du marché boursier canadien, l'accès au marché américain ne peut être que bénéfique pour les entreprises canadiennes. La cotation conjointe présente deux avantages pour les sociétés canadiennes : l'accès à un pool plus important d'investisseurs et une baisse du problème d'agence entre principal et principal, par l'adoption des règles de gouvernance corporative plus strictes, ce qui se reflète dans une amélioration des ratios Q de Tobin parmi les sociétés conjointement cotées (Doidge, 2004).

Transplanter la réglementation américaine, que ce soit de manière formelle ou fonctionnelle, peut avoir un moindre effet, car « l'architecture du système institutionnel efficace dépend des caractéristiques spécifiques aux secteurs et aux pays » (Djankov et al. 2003). Cette perspective est basée sur l'idée que la gouvernance corporative reflète les pressions réglementaires et politiques/ normatives exercées par des importants propriétaires (Fiss et Zajac, 2004), or les firmes doublement listées sur deux places boursières se confrontent avec une double pression. Wojcik et al. (2005) trouvent que les ratings de la gouvernance corporative des sociétés européennes cotées sur les places boursières américaines est meilleurs

que celles des sociétés listées seulement sur des places boursières locales, et s'améliore au moins deux ans avant la mise en place du processus de cotation conjointe. Doidge et al. (2004) dévoile que les firmes avec un grand potentiel de croissance se confrontant avec la faible protection offerte aux investisseurs sur les places boursières locales, vont faire le pas d'être cotées sur les places boursières américaines, afin d'atteindre un pool plus grand d'investisseurs, demandant cette protection.

Si ce phénomène va promouvoir la compétitivité des firmes canadiennes et atténuer les effets négatifs des pyramides canadiennes, est une question importante. Le premium payé pour des actions à droits de vote multiples est 12% plus élevé pour les firmes canadiennes ayant une cotation singulière, sur le marché canadien, comparé aux compagnies canadiennes cotées conjointement aux États-Unis et au Canada. (Doidge, 2004). Doidge (2004) note que ces résultats peuvent être influencés par la période de marché bull, présente aux États-Unis et recommande de répliquer les résultats pendant une période de ralentissement économique, quand les grands propriétaires sont beaucoup moins portés à tirer des bénéfices privés, par rapport à une période de fleurissement économique.

1.10 Conclusion

Malgré l'importance que les firmes familiales ont dans l'économie mondiale, relativement peu d'importance a été accordé à ce secteur, surtout à cause du manque de disponibilité des données. Si aux États-Unis, la déclaration de la détention d'actions, que ça soit pour les personnes physiques (les gestionnaires, familles) ou les investisseurs institutionnels est obligatoire à partir du seuil de 5%, au Canada, elle reste facultative pour les personnes physiques²².

²² Statistiques Canada, "Inter- corporate Ownership", 1999

La littérature de spécialité démontre que la structure de propriété a une influence sur la performance des firmes. Si la propriété familiale a une influence plus ou moins positive est reliée à plusieurs facteurs pris de manière individuelle ou au mélange de tous les facteurs confondus (Villalonga, 2003).

Les auteurs analysant ce phénomène montrent des opinions différentes dans le domaine : Morck (1998) nomme la présence des familles au Canada, le « Canadian Disease », Anderson and Reeb (2003) démontrent les bienfaits de la propriété familiale aux États-Unis, tandis que La Porta et al. (1999) analysent le lien entre performance et structure familiale à travers le monde et expliquent les différences trouvées par les différences entre les systèmes légaux et les différences de développement économique.

Étant donné le manque de consensus de la part de la communauté scientifique, deux questions importantes restent à examiner : est-ce que le Canada est-il vraiment une proie pour le « *Canadian Disease* » décrit par Morck et al. (1998), est-ce la cotation boursière conjointe sur des places boursières plus efficaces la solution aux symptômes décrits par ce phénomène ? Nous adresserons ces questions dans les chapitres suivants de ce mémoire.

CHAPITRE 2 : HYPOTHESES DE RECHERCHE

Après avoir passé en revue les différentes théories sur la relation entre propriété, contrôle et performance, ce chapitre tirera les conclusions et posera les hypothèses de la présente recherche.

Dans le cadre théorique de la théorie d'agence, élaborée par Jensen et Meckling (1976), plusieurs champs de recherche et plusieurs courants de pensée ont vu le jour.

Des recherches, quant à la structure de la propriété au niveau mondial, puis par zones géographiques ont été entreprises par différents auteurs (La Porta (1999); Shleifer et Vishny (1997); Claessens et al. (2000); Faccio et Lang (2003); Gadhoun (2003), Anderson et Reeb (2003)), ayant pour première conclusion la répandue du modèle de la concentration de la propriété, soit dans les mains des familles fondatrices, soit dans les mains des institutionnels, et détrônant ainsi le mythe de l'actionnariat diffus.

Dans le cadre de ce modèle de concentration de propriété, des analyses récentes (La Porta et al.(1999), Wolfenzon (2004), Morck et al.(1998)) s'efforcent à identifier les modèles utilisés par les propriétaires, afin de garder le pouvoir dans les firmes, et quel est l'impact de ces différents modèles sur la performance de l'entreprise, objectif principal de la finance et but intrinsèque de l'existence des firmes.

L'étude présente se propose d'analyser deux pays ayant beaucoup de caractéristiques communes, tel un indice de gouvernance rapprochée (La Porta et al. (1999)), mais des modèles différents de propriété : le Canada et les États-Unis (Dow et McGuire, (2005); Morck, (1998); Gadhoun, (2003); La Porta et al.(1999)).

Anderson et Reeb (2003) ont analysé la relation entre la performance et la propriété familiale aux Etats – Unis. Selon leur étude, la présence familiale dans une entreprise est bénéfique en matière de performance de la firme. Ce lien positif entre propriété familiale et performance constitue une nouveauté dans la matière. Les auteurs appuient leurs recherches sur l'échantillon des entreprises de l'index S&P 500, démontrant que les sociétés familiales performant mieux que les sociétés non -familiales. Ils démontrent une relation non - linéaire entre propriété familiale et performance, la propriété familiale ayant des effets positifs sur la performances si la famille détient 18% ou moins dans la firme. Ainsi, en absence de dichotomie entre propriété et contrôle familial, la présence de la famille fondatrice dans la firme a un effet positif sur la performance, dans le cadre strict de la gouvernance américaine.

La question que nous posons est si au Canada, la présence familiale dans les entreprises aura un impact semblable sur la performance des firmes, étant donné la similarité des structures de gouvernance américaines et canadiennes, mais également la présence des pyramides au Canada.

Une première hypothèse en découle :

H1 : Les firmes familiales canadiennes présentant une absence de dichotomie entre propriété et contrôle vont démontrer une meilleure performance que les firmes non – familiales canadiennes.

Suivant les résultats d'Anderson et Reeb (2003), nous attendons des résultats semblables pour les firmes américaines :

H2 : Les firmes familiales américaines sont plus performantes que les firmes non - familiales américaines.

Shleifer et Vishny (1997) définissent la gouvernance corporative étant l'ensemble des moyens par lesquels les « fournisseurs de capitaux », les investisseurs, s'assurent de la rentabilité de leur investissement.

McDonough (2002) utilise le terme plus spécifiquement pour décrire le leadership dans les corporations, la supervision des marchés financiers, la réglementation et la discipline effective des marchés.

Les deux définitions se concentrent sur les mécanismes directs et indirects de protection des investisseurs.

La comparaison intra -pays montre que les actionnaires minoritaires bénéficient de traitements similaires au Canada et aux États-Unis. Tout de même, le Canada et les États-Unis diffèrent sur nombre de plans qui ont trait à la gouvernance corporative, le Canada étant perçue comme fournissant une moindre protection aux investisseurs minoritaires, et par conséquent jouissant d'un rating sur la gouvernance légèrement plus faible.

Le rating de la gouvernance est semblable pour les deux pays²³ – Canada et États-Unis - mais des différences subtiles existent entre les deux pays. Les deux principales différences ont trait aux règles de divulgation et à la nature de l'économie. Au Canada les règles financières américaines de divulgation se transforment en recommandations financières²⁴, tirant à la baisse l'indice de gouvernance du pays. Également la taille de l'économie canadienne, plus petite que celle américaine, ouvre le chemin à des connections plus serrées entre institutions et politique.

Les différences majeures entre les deux pays peuvent être constatées essentiellement à trois niveaux (King et Segal, 2003) : la concentration de propriété, dont résulte le risque d'expropriation (l'effet « tunneling ») pour les actionnaires minoritaires, la structure du cadre réglementaire et le renforcement

²³ Voir LaPorta, (1999).

²⁴ Voir Statistiques Canada "Inter - corporate ownership", 1999.

des règles de transactions des gestionnaires internes (actionnaires – gestionnaires internes).

Une gouvernance corporative appauvrie a des effets négatifs sur la performance économique du pays, et aussi sur la performance de ces compagnies. (Wolfenzon, 2004). À la lumière des recherches antérieures, nous supposons, que les firmes américaines démontreront une performance plus élevée que les firmes canadiennes, indépendamment du fait qu'elles soient ou non familiales, compte tenu des pratiques de gouvernance plus solides, présentes aux États-Unis.

L'idée de l'actionnariat américain diffus se trouve contredite par des nombreuses études récentes (Anderson et Reeb (2003); Gadhoum (2003); Villalonga (2004)). Tandis que la concentration de la propriété et la prévalence du modèle de propriété pyramidal sont une généralité en dehors des États-Unis et de la Grande-Bretagne, tous les deux étant des pays de modèle anglo-saxon, la question que nous posons est quel est le cas du Canada, pays ayant des influences francophones et anglo-saxonnes. Les estimations démontrent que seulement 17% - 21% des plus grandes compagnies canadiennes sont détenues par un actionnariat diffus. (Gadhoum et al. (2003); Morck et al. (1998).

Morck et al. (1998) amène une vive critique du modèle pyramidal de propriété, le dénommant « *Canadian Disease* » qui se concrétise par une concentration de la propriété plus aigue, une scission entre contrôle et propriété, une immersion des familles dans la vie politique du pays et finalement une moindre performance des sociétés canadiennes, cotées à discount par rapport aux sociétés américaines, et un ralentissement de l'économie canadienne.

Les pyramides génèrent une divergence d'intérêts entre les actionnaires majoritaires et les autres actionnaires, minoritaires, engendrant un conflit semblable à celui décrit par Jensen et Meckling (1976) entre gestionnaires et actionnaires. La littérature l'exemplifie par l'effet d'« *expropriation* » de La Porta (1999).

Compte tenu de la littérature antérieure, nous attendons une relation différente entre la performance et la propriété au Canada, par rapport aux États-Unis, due à la présence des pyramides, avec un effet d'envergure pour les sociétés montrant une divergence entre propriété et contrôle. Une deuxième hypothèse peut être formulée :

H2 : Les sociétés canadiennes vont sous-performer par rapport aux sociétés américaines, compte tenu du modèle de propriété pyramidal, existant au Canada.

Plus loin dans la recherche, cette étude s'intéresse à l'effet de la cotation conjointe sur deux places boursières sur la performance des entreprises, comme moyen d'atténuer le problème de la performance des entreprises canadiennes.

La gouvernance corporative est enracinée dans un « système national d'affaires » (Whitley; 1992). Des arguments pour une convergence fonctionnelle suggèrent que, dépendant du contexte institutionnel, les objectifs de gouvernance corporative peuvent être réalisés par des différents moyens. Par exemple, la surveillance des investisseurs institutionnels peut être un substitut de la réglementation sévère. Étant donné la faiblesse comparative de la gouvernance canadienne par rapport à celle américaine, la cotation conjointe aux États-Unis permet à ces firmes de bénéficier des avantages qu'offre un système de régulation et de divulgation plus stricte. Tout de même, le fait que la cotation conjointe des sociétés est ou non une modalité d'amélioration de la gouvernance canadienne, reste un sujet non clarifié.

Transplanter la réglementation américaine, que ce soit de manière formelle ou fonctionnelle, peut avoir un effet assez faible et insignifiant, car « l'architecture du système institutionnel efficace dépend des caractéristiques spécifiques aux secteurs et aux pays » (Djankov et al. 2003).

L'étude de Wojik et al. (2005) montre que les ratings de la gouvernance corporative des sociétés européennes cotées sur les places boursières américaines est meilleure que celles des sociétés listées seulement sur des places boursières locales, et s'améliore au moins deux ans avant la mise en place du processus de cotation conjointe. Doidge et al. (2004) dévoile que les firmes avec un grand potentiel de croissance se confrontant avec les faibles protections offertes aux investisseurs sur les places boursières locales, vont faire le pas d'être cotées sur les places boursières américaines, afin d'atteindre un pool plus grand d'investisseurs, demandant cette protection.

Nous posons la question si la cotation conjointe des firmes canadiennes aidera à atténuer les effets négatifs apportés par les pyramides dans l'économie canadienne (« *Canadian Disease* »), et donc le conflit d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires, face à la soumission des firmes à une réglementation plus stricte, et par conséquent à une moindre marge de manœuvre des familles propriétaires à tirer des bénéfices privés.

À la lumière des études antérieures, nous posons l'hypothèse que, de manière générale, la cotation conjointe sur les places boursières canadiennes et américaines, aura une influence bénéfiques sur la performance des firmes canadiennes et que celles-ci, contraintes d'adhérer à des réglementations de gouvernance plus strictes, vont se retrouver avec un conflit d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires atténué.

H3 : Les firmes canadiennes conjointement listées sur deux places boursières – à Toronto et sur le NYSE/AMEX - montreront une meilleure performance que les firmes canadiennes listées seulement au Canada.

En particulier, les firmes familiales canadiennes, listées conjointement sur les places boursières américaines et canadiennes, contraintes d'adhérer à des

réglementations de gouvernance plus strictes, vont se retrouver avec un conflit d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires atténué.

H4 : Les firmes familiales canadiennes à double cotation montreront un conflit d'agence atténué, comparé aux firmes familiales à cotation singulière.

Cette étude testera les hypothèses décrites plus haut, sur un échantillon de 1124 firmes nord-américaines, cotées en Bourse, soit sur la place boursière canadiennes, soit sur celle américaine, soit sur les deux conjointement.

Dans le chapitre suivant, nous présentons la méthodologie de recherche utilisée pour tester les hypothèses décrites auparavant.

CHAPITRE 3 : METHODOLOGIE DE RECHERCHE

Dans ce chapitre nous décrivons les méthodologies et les variables utilisées ainsi que les modèles d'analyse. Un des apports de ce mémoire consiste dans le rassemblement et la création d'une base de données reliée aux informations de propriété et contrôle pour notre échantillon d'entreprises canadiennes.

Dans les chapitres précédents, nous avons passé en revue les différentes études sur le lien entre performance et structure de propriété, en mettant l'accent autour des questions concernant les firmes familiales, dans le cadre de la théorie d'agence. Nous restreignons notre champ de recherche autour des firmes familiales au Canada et aux Etats – Unis.

L'objectif premier de ce chapitre est d'examiner l'hypothèse d'une relation entre la concentration de la structure de propriété dans les mains d'une famille et la performance de la firme.

Deuxièmement, nous allons vérifier si certaines variables, tirées de la littérature précédemment revue, peuvent effectivement servir à expliquer le lien entre la propriété et la performance d'une firme, dans le contexte nord-américain. Afin d'y parvenir, nous effectuons une analyse empirique sur un échantillon d'entreprises nord-américaines, en employant des données de l'année 1999, afin de pouvoir comparer les résultats avec ceux d'autres études²⁵.

²⁵ Anderson et Reeb, 2003

3.1. Description de l'échantillon

Cette étude se veut une comparaison entre les structures de propriété des entreprises au Canada et aux États – Unis, et leurs influences sur les performances respectives. Nous allons comparer les performances des firmes familiales versus celles des firmes non- familiales, détenues soit par des institutions, soit par un actionnariat diffus. Le cadre théorique utilisé est celui de la théorie d'agence.

L'échantillon comporte 1124 firmes cotées en Bourse (à Toronto pour les entreprises canadiennes et au NYSE et AMEX pour les entreprises américaines). Nos données se décomposent en 473 firmes américaines et 651 firmes canadiennes, avec des observations pour l'année 1999.

La provenance des données

Les données relatives à la propriété des firmes proviennent de Worldscope (1999) pour les firmes américaines, et de Statistiques Canada (1999) pour les firmes canadiennes. En ce qui concerne les données américaines, elles ont été enrichies par les données utilisées par Anderson et Reeb (2003) pour la variable décrivant la propriété des firmes²⁶.

Les données concernant les mesures de performance ainsi que les variables de contrôle proviennent de Worldscope (1999) pour l'échantillon entier, Canada et États-Unis confondus.

Dans un premier temps, nous avons analysé, en utilisant ces données, le lien entre la performance et le fait que les firmes soit familiales ou non, en fonction de la « nationalité » de la firme (appartenance au Canada ou aux États-Unis).

²⁶ Nous remercions les professeurs Anderson et Reeb pour leur collaboration dont ils font preuve, en nous donnant accès à leur base de données (pour la variable décrivant la propriété familiale, notée DUMFAM dans ce mémoire) qu'ils ont utilisée pour l'article « Founding- family ownership and firm performance : Evidence from the S&P 500 », 2003.

Dans un second temps, nous avons menée une recherche sur l'échantillon des firmes canadiennes, ayant pour but de déterminer si lesdites sociétés sont cotées seulement à la Bourse au Canada (cotation singulière) ou sur les deux places boursières (cotation conjointe) - américaine et canadienne, afin d'analyser l'effet de cotation conjointe sur la performance des sociétés. Les données concernant la cotation conjointe des sociétés canadiennes proviennent de la base de données Disclosure (1999).

3.2 Les étapes de collection des données canadiennes

Une des contributions significatives de cette thèse est la collection et la catégorisation des données concernant la propriété des firmes canadiennes.

Ce processus a été mené avec beaucoup de soin et les sections suivantes décrivent au mieux les étapes entreprises.

Dans une première étape nous allons décrire le processus de collection de données pour les firmes canadiennes. Dans un deuxième temps nous allons décrire les variables utilisées dans le cadre de ce mémoire et leur codage, et dans une troisième partie nous allons nous référer à l'influence de la « cotation conjointe » des titres sur la performance de l'entreprise.

3.2.1 Description de la base de données pour le Canada : l'identification des actionnaires majoritaires, « ultimes ».

L'identification de l'actionnaire « *ultime* » pour les entreprises canadiennes a été un processus complexe. Dans la première étape de collection de données, nous avons identifié les premiers trois propriétaires les plus importants de chaque entreprise, ainsi que les pourcentages qu'ils détiennent dans les compagnies.

Nous avons identifié 5 groupes de contrôle : les familles, les institutions financières, les autres compagnies non - financières, l'État canadien et les autres propriétaires.

Les familles

Ce groupe inclut les fondateurs des entreprises, ainsi que les héritiers. Villalonga (2003) fait une distinction, dans son étude portant sur les sociétés américaines, entre fondateurs et héritiers, en démontrant une influence négative des héritiers sur la gestion des entreprises et une moindre performance des héritiers à la deuxième et troisième génération, tandis que les fondateurs exercent une influence positive en accroissant par leurs actions la valeur de l'entreprise. Cette distinction ne rentre pas dans le cadre de cette étude.

Les institutions financières

Nous regroupons dans cette catégorie toute institution financière détenant une partie d'actions de la société (banques, fonds mutuels, sociétés d'investissements).

Les autres compagnies non- financières

Nous définissons « compagnie non - financière » toute société détenue par un actionnariat diffus, dont l'objet social n'est pas financier.

L'État canadien.

Ce groupe contient des sociétés détenues dans une proportion majoritaire par l'État fédéral canadien ou par les différents gouvernements provinciaux.

Les autres propriétaires

Ce groupe est constitué d'organisations charitables, employés, coopératives, filières des sociétés étrangères, trusts.

Afin de ne pas nous éloigner du but principal de notre recherche - la relation entre la propriété familiale et la performance de l'entreprise et de simplifier l'analyse,

nous avons regroupé les données quant à la propriété étatique et celle diverse dans une seule variable. Également, pour les sociétés américaines, nous ne détenons pas les données sur la propriété étatique et diverse.

3.2.2 Définition de la « *firme familiale* »

Plusieurs définitions de la firme familiale ont été utilisées dans la littérature, tel que évoqué dans le premier chapitre de ce mémoire.

Afin d'identifier si une firme est détenue et/ou contrôlée par une famille nous avons utiliser deux méthodes combinées.

La première méthode consiste dans l'analyse des actionnaires « *ultimes* » de la firme, afin de déterminer si la firme appartient ou non à un groupe familial ou à un individu, qui détient le contrôle. Si tel est le cas, la firme sera dite « familiale ». Par exemple, la firme Shaw Communications est détenue par le groupe Schwartz, appartenant à la famille Schwartz.

La deuxième méthode consiste à identifier les noms des CEO. Ainsi, si le nom du CEO est celui du groupe familial, la compagnie est dite également « familiale ». Par exemple, Mr Weston, faisant partie de la famille Weston est le CEO de la firme Weston Ltd. Mais nous ne nous fions pas à cette méthode, car il existe des firmes tel que Bombardier Inc. ayant Laurent Beaudoin comme CEO, qui est quand même un membre, par alliance, de la famille Bombardier, or que son nom ne le laisse pas deviner.

La combinaison de ces deux analyses a mené à l'identification de deux groupes : les firmes familiales gouvernées par un CEO membre de la famille et les firmes familiales gouvernées par un CEO extérieur.

Ce mémoire s'est arrêté à l'identification de ces deux groupes, une comparaison de la performance de ces deux groupes et l'influence du CEO appartenant ou non à la famille fondatrice de l'entreprise sur sa valeur étant une des pistes de recherche future très intéressantes qu'ouvre ce mémoire.

Afin de désigner si une compagnie est ou non « familiale », nous avons créé une variable binaire égale à 1 si la compagnie est familiale et 0 sinon. Ces apports seront expliqués plus amplement à la section 3.4.2 de ce chapitre.

Dans cette étude, le terme de *firme familiale* va désigner une entreprise, de grande taille, multinationale parfois, dont l'actionnaire « *ultime* » est une famille.

Nous considérons une firme comme étant une firme familiale, si elle remplit une des conditions suivantes :

- Son actionnaire « *ultime* » est une famille, un individu ou une firme qui n'est pas listée à aucune Bourse.
- Un pourcentage égal ou supérieur à 10 % (20%) est détenu par un individu ou par une compagnie appartenant à un trust familial, qui contrôle cette firme. On dira que la firme est familiale au seuil de 10% (20%).

3.3 Les étapes de collection des données américaines

La plupart des données américaines définissant la performance et la propriété familiale proviennent de Worldscope 1999.

Deux modalités ont été utilisées afin de déterminer si une entreprise est ou non familiale :

- si au moins 2 membres d'une famille siègent au conseil d'administration et détiennent des actions, la firme est considérée comme étant familiale
- si la firme a été identifiée comme étant une firme familiale par la base de données des professeurs Anderson et Reeb (2003).

Nous n'avons pas poussé l'analyse quant aux modalités de contrôle aux données américaines, par manque de données. Également, les études antérieures²⁷ ont démontré la rareté des structures de contrôle pyramidales aux États-Unis. La Porta et al. (1999) montre que les trois premières sociétés américaines, en terme de capitalisation boursière – General Electric, AT&T et Exxon - sont toutes détenues par un actionnariat diffus.

3.4 Les variables

En suivant le modèle des recherches antérieures, depuis Morck (1998) et jusqu'à Anderson et Reeb (2003), nous avons utilisés trois catégories de variables : les variables décrivant la propriété et le contrôle familial et institutionnel, les variables reliées à la performance et les variables de contrôle.

3.4.1 Les variables décrivant la propriété et le contrôle familial et institutionnel

Nous avons codées ces variables, suivant la littérature antérieure. Le seuil de propriété a été choisi à 10%, respectivement 20% par souci de conformité à la littérature et par souci de comparaison avec les données américaines.

Ce codage a été une activité importante et soigneuse de construction de la base de données de ce mémoire.

Les variables décrivant la propriété familiale sont soit de variables binaires (0,1) ayant pour but d'identifier et de faire la distinction entre les firmes familiales et non - familiales, soit des variables quantitatives, exprimées en pourcentage, décrivant le

²⁷ La Porta et al. (1999): «Outside the U.S and the U.K, pyramidal control structures, cross shareholding and super voting rights are common.» (page 486); Wolfenzon et al. (2004) «They (The pyramidal structure) also leave(s) the structure typical of large U.S. firms – stand alone firms with diffuse ownership and professional management – the rarest of curiosities in most of the rest of the world» (page 3).

pourcentage des droits de propriété et contrôle détenus par un investisseur, au seuil de 10%, respectivement 20%.

Le pourcentage de la propriété familiale (FAMOWN)

FAMOWN est une variable décrivant le pourcentage des capitaux propres que la famille fondatrice ou le fondateur, détient dans la firme.

En décortiquant les données fournies par Statistiques Canada, nous avons identifié les 3 plus importants propriétaires de la firme. Nous avons observé si, parmi ces propriétaires, se trouvaient des familles ou des individus et nous avons noté le pourcentage de leur propriété. C'est ce qui constitue la variable FAMOWN. Dans le cas où il n'existe pas de propriétaire « familial » dans une entreprise, cette variable équivaut à zéro.

À partir de cette variable, nous avons créé 3 variables binaires – FAMOWN10 et FAMOWN20 décrivant les droits de propriété détenus par une famille dans la firme au seuil de 10 % (FAMOWN10) et respectivement 20 % (FAMOWN20), et DUMFAM

La classification de firme familiale (DUMFAM)

La variable binaire DUMFAM, qui est égale à 1 si la propriété familiale existe et à 0 sinon, sera la variable la plus utilisée dans le cadre de cette recherche. La différence qui intervient entre les variables DUMFAM et FAMOWN10 et FAMOWN20 consiste dans le fait que DUMFAM sera égale à 1, même si nous sommes en présence des droits de propriété familiaux en dessous du seuil de 10% (c'est-à-dire si $FAMOWN \leq 10\%$).

Cette variable a été créée pour le Canada, par souci de comparaison avec la base de données des firmes américaines, qui a été utilisée par Anderson et Reeb (2003)²⁸.

Le pourcentage des droits de contrôle familial (FAMCONTR)

FAMCONTR est une variable décrivant le pourcentage des droits de contrôle que la famille fondatrice, ou le fondateur, ont dans la firme. Étant donné que notre recherche est centrée surtout sur les modalités de prise de contrôle au Canada, nous détenons cette variable seulement pour les données canadiennes.

Le contrôle s'exerce par la détention d'actions à votes multiples ou par une structure pyramidale. Le contrôle dans une firme Y est calculé de la manière suivante : la firme est contrôlée par un actionnaire « *ultime* » si cet actionnaire détient le paquet majoritaire d'actions au seuil de 10%, respectivement 20%.

Le contrôle pyramidal est calculé selon la méthodologie de Claessens et al. (2000) et de Faccio et al. (2003). Par exemple, une famille détient 15% de la firme X qui détient 20% de la firme Y, c.à.d. que Y est contrôlée par une pyramide au seuil de 10%.

Le pourcentage d'actions détenues par les institutions financières (INSTOWN)

INSTOWN est une variable décrivant le pourcentage des actions détenues par l'ensemble des institutions financières dans une firme. Les données proviennent de Worldscope (pour les États-Unis) et de Statistiques Canada (pour les entreprises canadiennes)²⁹.

²⁸ La définition est celle utilisée par Anderson et Reeb, (2003).

²⁹ La propriété institutionnelle est décrite comme étant le pourcentage que les diverses institutions détiennent dans la société respective. (Voir Statistiques Canada, 1999).

Nous avons créé 2 variables binaires INSTOWN10 et INSTOWN20 arborant l'existence d'une présence des institutions financières dans la firme, au seuil de 10% (INSTOWN10) et respectivement 20 % (INSTOWN20).

La modalité de contrôle utilisée par les familles (au Canada) : holding (HOLD), pyramidale (PYR), participation croisée (CROSS).

Tel que décrit dans le premier chapitre, les modalités de contrôle utilisées par les familles sont : le holding, les pyramides et les participations croisées.

Le holding suppose qu'une famille détient une société holding à 100%, qui à son tour détient la société analysée dans notre base de données, à 100%.

Les pyramides sont des structures dans lesquelles les familles détiennent des sociétés à un certain pourcentage, qui à leur tour détiennent d'autres sociétés à un certain pourcentage. Nous sommes en présence d'une chaîne de propriété avec des différentes prises de contrôle.

La prise de participations croisées est caractérisée par le fait que deux ou plusieurs sociétés, détiennent des participations croisées, une dans le capital de l'autre.

Ces 3 variables sont binaires et sont équivalentes à 1 si la firme familiale remplit une des 3 conditions, et 0 sinon. Nous limitons l'application de ces variables seulement dans le cas des firmes familiales canadiennes, étant donné que les firmes familiales américaines ne présentent pas souvent de structures de propriété pyramidale³⁰.

Nous définissons le pourcentage du contrôle pyramidal et de la prise de participation croisée d'une famille dans la firme familiale, selon la méthodologie de Claessens et al. (2000) et de Faccio et al. (2002), tel que décrit à la section 2.2.2 de ce chapitre.

³⁰ Wolfenzon, 2004.

3.4.2 Distinction entre propriété et contrôle

Dans une troisième étape, en suivant la méthodologie utilisée par Claessens et al. (2000) et par Faccio et al. (2002), nous avons déterminé la modalité de contrôle et le pourcentage de contrôle de la famille sur la firme.

De manière générale, la propriété est mesurée par les droits au cash-flow, traduits par l'investissement en capitaux propres de la firme, et le contrôle par les droits de vote. La propriété et le contrôle peuvent différer à cause de l'existence des actions à votes multiples, qui créent une scission entre les droits de vote détenues et le capital investi, et à cause des structures pyramidales et des holdings à l'aide desquelles des investisseurs (dans ce cas, les familles) détiennent le contrôle sur des firmes par des chaînes de contrôle.

Le contrôle pyramidal

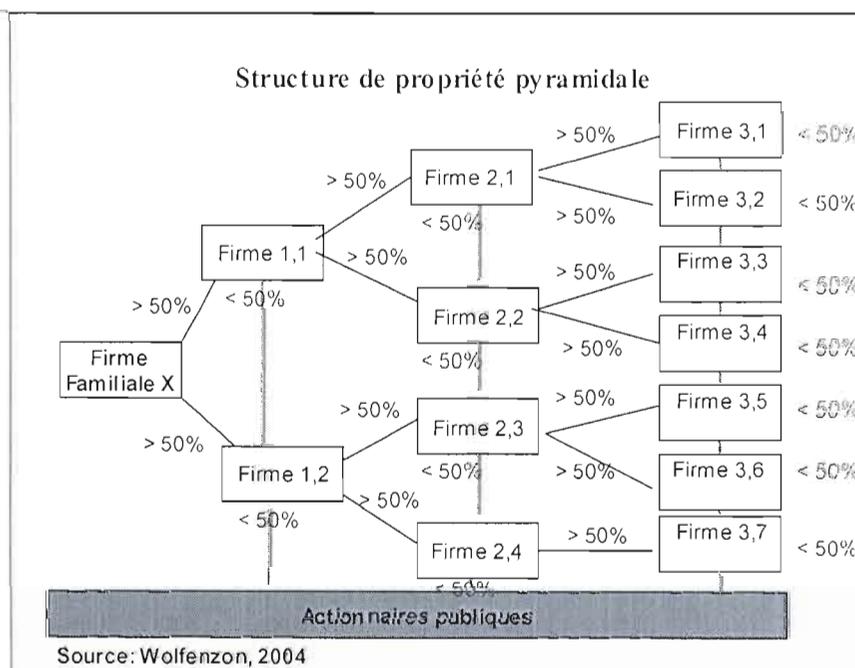
Une firme Y est **contrôlée de manière pyramidale**, si elle a un actionnaire « *ultime* » qui contrôle Y indirectement par une autre corporation qu'elle ne contrôle pas entièrement. Par exemple, une famille détient 15% de la firme X qui détient 20% de la firme Y, c.à.d. que Y est contrôlée par une pyramide au seuil de 10%. Mais au seuil de 20%, Y est directement contrôlée par X (qui est détenue largement au seuil de 20%), donc nous ne nous trouvons pas en présence d'une structure pyramidale. Même si X détient 100% dans Y, ce n'est pas une structure pyramidale, car celle-ci implique une discrépance entre la propriété de l'actionnaire « *ultime* » et son contrôle.

La procédure consiste dans le fait qu'une firme familiale X détient toujours plus de 50% du pouvoir de vote dans des filiales (voir Figure 3.1) comme par exemple la firme 1,1 et 1,2, qui à leur tour détiennent plus de 50% dans d'autres filiales (Firme 2,1 ; 2,2 ; 2,3 et 2,4) et ainsi de suite ou, dans les firmes du type 3,1 dans notre exemple, la famille détiendra la majorité des votes avec seulement 12,5%

des actions possédées ; elle sera actionnaire majoritaire au seuil de 10%. Dans cet enchaînement, les actionnaires publics détiendront toujours moins de 50%, donc seront à chaque fois minoritaires et les familles seront les actionnaires majoritaires. Les problèmes d'agence typiques entre actionnaires majoritaires et minoritaires surgiront dans ce cas, tel le transfert de valeur d'une pyramide à un autre, d'où le risque d'expropriation des actionnaires minoritaires (La Porta et al., (1999)).

Cet exemple constitue une situation hypothétique simplifiée et ne prend pas en compte les participations croisées entre les firmes, procédé qui complique encore plus la tâche des analystes et ombrent la transparence de la structure de propriété.

Figure 3.1 : Structure de propriété pyramidale



Le contrôle croisé

Une firme Y est dite contrôlée par une **chaîne de contrôle** si elle a un actionnaire « *ultime* » qui la contrôle via une multitude d'entreprises, dans lesquelles chaque noyau a au moins 5% du contrôle de l'autre. La firme Y est contrôlée par une chaîne de contrôle au seuil de 20% si la firme X détient dans la firme Y au moins 20% et que la firme Y détient au moins 20% de la firme X, ou si la firme Y détient directement au moins 20% de son propre stock.

3.4.3 Les mesures de performances

Les mesures comptables : ROA et ROE

Le ROE (taux de rendement sur fonds propres) mesure la richesse que les actionnaires ont obtenue lors de la dernière année.

Le ROA (taux de rendement sur actif) est une mesure de profit obtenu par dollar d'actifs.

Le ROE et le ROA sont des expressions comptables, mesurant la performance de l'entreprise à court terme.

Les mesures de performance marchandes : Le Q de Tobin

En suivant les autres recherches sur le lien entre propriété et performance depuis Morck (1998), ceux qui essaie de réconcilier l'hypothèse de Morck (1998) inclus (voir Anderson et Reeb, 2003), nous utilisons l'approximation du Q de Tobin, qui se calcule en tant que ratio entre la valeur marchande des capitaux propres additionné à la valeur comptable du total du passif, par la valeur de son actif total. Ainsi, les entreprises ayant un ratio Q élevé, offrent généralement des possibilités d'investissement intéressantes et des avantages concurrentiels importants.

3.4.4 Les variables décrivant le coût d'agence

Le pourcentage des dépenses générales et administratives dans les ventes

Le coût d'agence est mesuré par la proportion des dépenses administratives et générales en rapport avec les ventes (SGASALES), mesure communément utilisée par la littérature antérieure.

La liquidité

La liquidité est mesurée par le ratio Quick (QUICK) et le ratio courant « Current Ratio », (CURRENT).

Le ratio courant est calculé comme le rapport entre les actifs à court terme et le passif à court terme.

Le ratio Quick est calculé comme le rapport entre la différence entre les actifs courants et les inventaires, divisée par le passif à court terme

Ces deux mesures sont liées et constituent une bonne mesure du coût d'agence. Sous investissements, les deux ratios se trouvent avoir une valeur moindre, ce qui constitue un bon indicateur, le surplus de liquidité donnant lieu à la possibilité d'expropriation.

3.4.5 Les variables de cotation

Après avoir déterminé et comparé la performance des firmes américaines et canadiennes, familiales et non – familiales, nous avons poussé la recherche plus loin, en essayant de déterminer l'influence de la cotation conjointe des firmes canadiennes, sur les places boursières américaine et canadienne. Afin de déterminer si la cotation conjointe des firmes canadiennes, et donc le fait de se soumettre aux rigueurs de la

législation américaine pour la gouvernance corporative, joue ou non un rôle sur leur performance, nous avons étudié cet effet par la création d'une variable binaire.

La cotation (COTATION)

La cotation (COTATION) est une variable binaire créée pour les données canadiennes, afin de différencier les firmes canadiennes ayant une cotation conjointe, sur les deux places boursières – américaine et canadienne - des firmes canadiennes se trouvant cotées seulement au Canada. COTATION sera égale à 1 si les firmes seront cotées sur les deux places boursières et 0 sinon.

3.4.6 Les variables de contrôle

- Le levier, mesuré par le ratio dette/ capitaux propres (LTD/EQUITY).
- La taille de l'entreprise mesurée par le logarithme naturel des ventes nettes en 1999 (LNSALES) et par le logarithme naturel des actifs totaux en 1999 (LNASSET).
- Les industries différenciées grâce au code SIC (SIC1, SIC2, SIC3, SIC4, SIC5, SIC6, SIC7, SIC8).

3.5. Les modèles et les hypothèses utilisées

À la base de ces variables, nous avons utilisé plusieurs techniques statistiques afin de tester les hypothèses posées plus haut.

Les techniques de statistiques descriptives ont été appliquées à l'échantillon entier, afin de comparer les données selon divers critères et de déterminer les tendances générales. L'illustration sera faite dans le prochain chapitre de ce mémoire.

Les régressions linéaires multiples utilisent comme variables dépendantes les variables mesurant la performance de la firme, de manière individuelle : ROE, ROA, Q de Tobin.

Chaque variable de performance a été régressée sur des variables de contrôle et des variables explicatives, afin de décrire les relations entre la variable de performance en question et les variables explicatives.

Les variables explicatives utilisées sont les variables décrivant la propriété et le contrôle familial et les coûts d'agence. Les variables de contrôle sont celles décrites précédemment (la taille de l'entreprise, le levier, la liquidité, l'appartenance à une industrie.)

Dans la littérature, cette démarche est utilisée par la grande majorité des auteurs (Anderson et Reeb (2003); La Porta et al. (1999); Morck (1998)).

L'échantillon des firmes canadiennes a été utilisé également, afin d'analyser deux autres facteurs d'influence sur la performance des entreprises :

- Les différentes manières de contrôle, utilisées par les familles
- La cotation conjointe sur les deux places boursières : américaine et canadienne.

L'analyse des différentes manières de contrôle utilisées par les familles a été faite par des statistiques descriptives.

Finalement, l'effet de la cotation conjointe a été étudié sur l'échantillon des firmes canadiennes. L'échantillon a été séparé par pays et par cotation, à l'aide de la variable COTATION.

CHAPITRE 4 : RÉSULTATS EMPIRIQUES

La présente étude analyse la relation entre propriété familiale et performance de l'entreprise. Les questions que nous posons portent sur l'influence de la structure de propriété sur la valeur et la performance de l'entreprise, mesurée en termes comptables, mais également aux yeux des investisseurs, et sur les différences qu'incombent dans cette relation, tenant compte du pays d'appartenance de l'entreprise : le Canada et les États-Unis.

Les résultats de la recherche seront présentés dans une première section, par l'analyse des statistiques descriptives de l'échantillon et dans une seconde section par l'analyse des régressions multiples effectuées.

4.1 Les statistiques descriptives

Les statistiques descriptives de l'échantillon seront analysées pour l'échantillon entier, en tenant compte du pays d'appartenance des firmes – Canada et États –Unis – et du fait que les firmes soient ou non familiales. Elles seront présentées en détail dans la section suivante.

4.1.1 Statistiques générales de l'échantillon

L'échantillon étudié et présenté au chapitre antérieur de ce mémoire, comporte 28,1% d'entreprises familiales, et 71,9% d'entreprises non - familiales, selon la définition de l'entreprise familiale, expliquée antérieurement au chapitre 3 de ce mémoire.

Au Canada 28,3% de l'échantillon sont des firmes familiales, 71,7% sont non - familiales, tandis qu'aux États-Unis 27,8% des entreprises sont familiales et 72,2%

sont non – familiales. Comparé aux recherches antérieures (La Porta et al. (1999)), le nombre d'entreprises familiales recensées au Canada est moins élevée que celui relevé par lesdites recherches, ce qui peut s'expliquer par la taille et la nature de l'échantillon choisi, ainsi que par la définition même de la « firme familiale ».

Gadhoum (2004) utilise un échantillon de 1167 firmes, cotées et non - cotées en Bourse, pour l'année 1996, la capitalisation boursière moyenne ou la taille moyenne des actifs n'étant pas divulguée.

La Porta et al.(1999) utilisent les 20 premières capitalisations boursières des pays étudiés, dont les États-Unis et le Canada. Les auteurs rencontrent un problème très important soulevé par cet échantillon, éclairé par le fait que les plus grandes compagnies de certain pays sont beaucoup plus importantes, en terme de poids financier que les plus grandes compagnies d'autres pays. Afin d'atténuer cette déficience, les auteurs ont sélectionnés 10 autres compagnies, étant les plus petites compagnies en terme de capitalisation boursière, ayant une équité de au moins \$500 millions, à la fin de l'année 1995.

Par rapport aux deux études précédentes, notre échantillon contient 473 firmes américaines et 651 firmes canadiennes, avec des observations pour l'année 1999, ayant une taille moyenne, mesurée par les actifs totaux de \$1.5 milliards.

La définition de la firme familiale utilisée dans le cadre de cette recherche est celle de Anderson et Reeb (2003) : une firme est cotée comme étant familiale en fonction d'une fraction des capitaux propres détenus par la famille fondatrice ou un individu - deux seuils sont établis : 10%, respectivement 20% - ou par la présence d'un membre de la famille dans le conseil directeur de la firme.

Le tableau 4.1 résume les moyennes, les médianes, les valeurs maximales et minimales ainsi que la variance pour les variables clés de notre échantillon, groupées selon le critère d'entreprises familiales vs. non –familiales, pour l'intégralité des données.

Nous remarquons que les firmes familiales sont plus profitables que les entreprises non-familiales.

Pour les entreprises familiales nord-américaines, données provenant du Canada et des États-Unis confondues, le ROE moyen est de 5.77% et le ROA moyen de 2.77%. Par comparaison, le ROE moyen des sociétés non-familiales, dans l'échantillon pris globalement, est de -2.93% avec un ROA moyen de -5.7%, ce qui démontre une nette supériorité en termes de performance courante des sociétés familiales par rapport aux sociétés non-familiales.

La taille moyenne des entreprises familiales et non-familiales est assez comparable (1.7 milliards vs. 1.2 milliards \$US).

Ces résultats sont cohérents avec les résultats d'Anderson et Reeb (1999, 2003) et de La Porta (1999) et démontrent une supériorité en termes de performance des sociétés familiales face aux sociétés non-familiales.

Le ratio Q de Tobin, mesurant la performance future se trouve également amélioré pour les sociétés familiales (8.33) par rapport au celui des sociétés non-familiales (7.99). Ces résultats soutiennent les conclusions de d'Anderson et Reeb (2003) et viennent à l'encontre de Holderness et Sheehan (1988) qui trouvent dans leur étude menée parmi les grandes corporations aux États-Unis, que les firmes familiales ont un ratio Q de Tobin inférieur à celui des firmes non-familiales, tandis que Anderson et Reeb (2003) démontrent le contraire.

Notons que cette performance des sociétés familiales, est présente malgré un ratio SGA/Ventes, ratio qui mesure des coûts d'agence, largement inférieur des sociétés non-familiales (59,82 par rapport à 94,86 pour les sociétés familiales). Le ratio SGA/Ventes, mesure utilisée de commun accord par la communauté scientifique dans la littérature antérieure, suggère la consommation des bénéfices privés par les familles gouvernant les firmes familiales.

Les résultats présentés plus haut, sont en accord avec les résultats de Anderson et Reeb (2003) montrant que, malgré le fait que des bénéfices privés sont

consommés par la famille, dans les firmes familiales, ceci n'apparaît pas comme ayant un effet négatif sur la performance des firmes familiales.

Nous ne pouvons pas nous prononcer en ce qui concerne le ratio RD/Sales en raison du grand nombre des données manquantes.

Ces résultats viennent contredire les affirmations de quelques études antérieures³¹ démontrant l'impact négatif des firmes familiales sur la performance des entreprises, qui se trouvent par défaut dévalorisées par rapport aux firmes non - familiales, à cause de l'effet d'expropriation mené par les actionnaires majoritaires en défaveur des actionnaires minoritaires³² et soutiennent les conclusions de Anderson et Reeb (2003) et de Villalonga (2004).

³¹ Schleifer et al. (1997) Claessens et al. (2000), Faccio et al. (2002)

³² L'effet de "tunnelling" a été décrit par La Porta et al. dans l'article « Tunneling », 1999.

Tableau 4.1 : Statistiques descriptives pour les entreprises familiales vs. entreprises non –familiales

	Firmes familiales	Firmes non – familiales	Firmes familiales canadiennes	Firmes non – familiales canadiennes	Firmes familiales américaines	Firmes non – familiales américaines
Ventes nettes	\$1,069,438,656.85	\$463,648,317.17	\$1,384,614,755.56	\$889,539,114.93	\$695,625,144.43	\$11,512,148.11
Revenu net	\$53,175,463.45	\$43,141,606.42	\$46,999,924.77	\$43,141,606.42	\$1,536,069,691.52	\$27,781,364.06
Actifs Totaux	\$1,729,064,813.20	\$1,294,057,115.99	\$1,864,035,257.78	\$2,465,443,987.29	\$477,709,952.88	\$6,534,526.99
Equité	\$401,285,921.74	\$195,596,161.80	\$350,836,071.11	\$363,106,729.43	\$1,023,219,328.12	\$22,317,726.67
Equité (valeur marchande)	\$1,114,682,882.67	\$723,081,195.54	\$1,181,756,156.00	\$1,373,523,883.40	\$148,757,098.90	\$3,899,970.39
Dettes à long terme	\$294,643,450.79	\$229,639,795.21	\$404,296,591.11	\$434,532,934.35	\$0.66	\$0.84
Dettes/ Equité	80.44	247.89	143.02	466.28	NA	NA
Dettes/ Actifs	16.05	13.70	26.63	25.66	0.18	0.21
ROE	5.77	-2.93	9.42	-6.56	1.48	0.50
ROA	2.78	-5.71	4.28	-11.62	0.99	0.04
Q	8.33	7.99	11.53	11.52	3.45	4.28
Propriété institutionnelle	18.78	15.52	0.08	8.70	41.49	22.86
Ratio Courant	1.84	1.99	2.04	2.57	1.61	1.36
Ratio Quick	1.26	1.48	1.55	2.08	0.92	0.82
SGA/ Ventes	94.87	59.83	178.28	108.61	30.66	24.16
R&D / Ventes	95.90	127.20	116.35	138.18	2.95	0.07

* N = 1124 firmes ; Le tableau présente les valeurs moyennes ; le ratio SGA/ Ventes mesure les coûts administratifs encourus ; les mesures de performance sont le ROE, ROA, Q de Tobin.

4.1.2 L'analyse par pays

Dans le but de faire ressortir les principales tendances, nous analysons l'échantillon séparément, compte tenu de deux distinctions : la propriété familiale et le pays d'origine.

4.1.2.1 Les données canadiennes

Le Tableau 4.2 montre les statistiques globales des 651 sociétés familiales canadiennes utilisées.

De manière générale, les sociétés familiales canadiennes performant mieux que les sociétés non-familiales. Elles démontrent une performance fleurissante, avec une ROE moyen de 9,4199 et un ROA de 4.9, tandis que les entreprises non-familiales démontrent une piètre performance courante avec des ROE et ROA moyens négatifs (ROE de - 5.55, ROA de -11.61).

La performance future moyenne des firmes familiales est très semblable (avec un ratio Q moyen de 11.53) à celle des firmes non-familiales (Q de Tobin de 11.52).

Ceci vient confirmer partiellement la première hypothèse H1 posée dans cette étude « *Les firmes familiales canadiennes performant mieux que les firmes non-familiales canadiennes* ». Ces résultats viennent contredire Morck (1998), quant au « *Canadian Disease* » et à l'effet retardataire pour l'économie canadienne qu'on impute aux firmes familiales. Ceci désavoue Morck (1998) qui affirme que la valeur des firmes familiales est plus basse que celle des firmes non-familiale et l'argumente par l'effet expropriateur que les familles sont sensées avoir sur les actionnaires minoritaires, et démontrent que, malgré la structure pyramidale de propriété familiale existante au Canada, que les entreprises familiales performant, statistiquement, nettement mieux que les entreprises non-familiales.

La différence par rapport aux résultats obtenus par Morck (1998) peut s'expliquer par les années différentes, et par la taille de l'échantillon.

Morck (1998) utilise des données de l'année 1993 contenant 246 firmes cotées publiquement, tandis que nous utilisons les données pour 651 firmes, pour l'année 1999.

Comme conclusion générale, nous pouvons affirmer que les sociétés familiales canadiennes performant mieux que les sociétés non -familiales canadiennes.

Tableau 4.2 : Statistiques descriptives des firmes familiales au Canada vs. firmes non - familiales canadiennes

	Firmes familiales canadiennes				Firmes non – familiales canadiennes			
	Valeurs Moyennes	Minimum	Maximum	Écart-type	Valeurs moyennes	Minimum	Maximum	Ecart-type
Ventes nettes	1,384,614,755.56	0.00	14 178 680 000.00	2 635 361 507.34	889,539,114.93	-1 675 520.00	22 418 103 320.00	2 227 657 960.39
Revenu net	46,999,924.77	-443 287 240.00	546 040 000.00	112 239 463.37	43,141,606.42	-1 605 548 000.00	3 648 880 000.00	305 037 456.05
Actifs Totaux	1,864,035,257.78	4 260 200.00	26 890 605 440.00	4 840 274 368.73	2,465,443,987.29	0.00	124 835 660 000.00	12 128 914 990.81
Equité	350,836,071.11	-16 144 560.00	4 456 720 000.00	583 566 457.15	363,106,729.43	-373 811 640.00	8 781 654 640.00	1 009 058 739.36
Equité (valeur marchande)	1,181,756,156.00	0.00	16 056 805 320.00	2 247 337 423.36	1,373,523,883.40	0.00	136 680 000 000.00	7 877 336 741.55
Dette à long terme	404,296,591.11	0.00	4 940 880 000.00	828 527 365.91	434,532,934.35	0.00	24 828 840 000.00	1 549 306 180.94
Dette/ Equité	143.02	-3 099.00	12 432.83	1 070.83	466.28	-6 107.41	161 700.00	8 216.99
Dette/ Actifs	26.63	0.00	87.97	20.07	25.66	0.00	183.95	25.49
ROE	9.42	-209,74	336,84	42,41	-6.56	-401,66	91,65	50,19
ROA	4.28	-145,74	34,66	15,95	-11.62	-3 013,84	59,02	163,69
Q	11.53	0,00	100,00	23.61	11.52	0,00	100,00	24,27
Propriété institutionnelle	0.08	0.00	11.73	0.95	8.70	0.00	100.00	21.67
Ratio Courant	2.04	0.00	29.46	3.31	2.57	0.00	56.31	5.15
Ratio Quick	1.55	0.00	28.95	3.27	2.08	0.00	56.31	5.11
SGA/ Ventes	178.28	0,88	15 350.99	1 556,77	108.61	-71.55	9 083.71	798,81
R&D / Ventes	116.35	0.00	5 267,22	744.29	138.18	0.00	9 382.57	843.51

Le tableau recense les statistiques descriptives des firmes familiales canadiennes vs. Firmes non-familiales. Nous présentons les valeurs moyennes, ainsi que les valeurs minimales, maximales et l'écart-type. À observer, des données extrêmes et un grand écart-type.

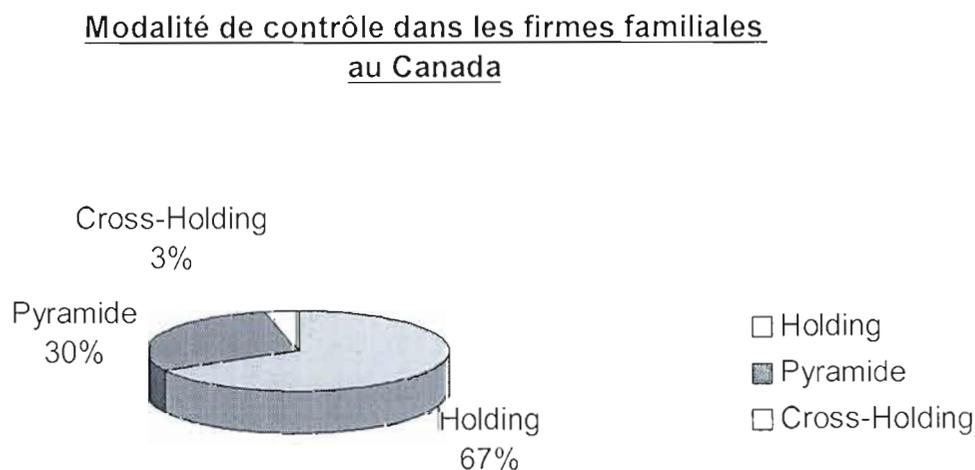
4.1.2.1.1. Propriété, contrôle et performance dans les firmes familiales au Canada

Un apport important de ce mémoire constitue l'identification des modalités de contrôle dans les firmes familiales canadiennes.

À la base des renseignements de Statistiques Canada, nous avons identifiées, dans une approche conservatrice, les différentes modalités de contrôle présentes dans les sociétés canadiennes.

Nous avons calculé, tel que décrit dans le chapitre précédent, le pourcentage de contrôle dans chaque firme familiale, ainsi que la modalité de contrôle, en prenant pour modèle le calcul de Faccio et al. (2002) et de Claessens et al. (2000). Ainsi, la majorité des firmes canadiennes (67% de notre échantillon des firmes familiales identifiées) est contrôlée par un holding familial, 30% sont contrôlées par la modalité pyramidale et seulement 3% sont contrôlées par des prises de participations croisées. Tout de même, il est très difficile d'identifier, dans des données statistiques des participations croisées entre entreprises.

Figure 4.1 : Modalité de contrôle dans les firmes familiales canadiennes



Nos résultats démontrent une moindre influence de la modalité de contrôle sur la performance des entreprises ; ce point sera détaillé à la section suivante de ce chapitre.

4.1.2.1.2 L'effet de la cotation conjointe sur les sociétés canadiennes

Afin d'analyser les différences en matière de performance en fonction de l'appartenance de l'entreprise - au Canada ou aux États-Unis - et donc une influence du mode de gouvernance et de la structure de propriété sur performance et la valeur de l'entreprise, nous avons divisées les sociétés canadiennes en 2 groupes : les sociétés cotées seulement au Canada et les sociétés cotées conjointement sur les deux places boursières : au Canada et aux États-Unis. Ce groupement a été fait par la création d'une variable binaire (COTATION), égale à 1 si la société est cotée sur les 2 places boursières (TSX pour le Canada et NYSE, AMEX ou NASDAQ pour les États-Unis), et à 0 si la société est cotée seulement sur le marché canadien. Des importantes différences ont été observées entre les deux groupes.

De manière générale, les sociétés canadiennes cotées conjointement aux États-Unis et au Canada démontrent une meilleure performance courante avec ROE de -1,25 et un ROA positif, de +1,12, ainsi qu'une nette amélioration du ratio SGA/Ventes (37,26), par rapport aux sociétés canadiennes cotées exclusivement au Canada.(voir Tableau 4.3)

Tableau 4.3 : Sociétés canadiennes cotées seulement au Canada vs. sociétés canadiennes conjointement cotées aux États-Unis et au Canada.

	Firmes listées seulement au Canada				Firmes canadiennes listées conjointement			
	Valeurs moyennes	Minimum	Maximum	Ecart-type	Valeurs moyennes	Minimum	Maximum	Ecart-type
DUMFAM	0.29	na	na	na	0.21	na	na	na
Ventes nettes	774,060,040.07	-1675520.00	22418103320.00	2018771059.28	2,200,755,749.19	0.00	13384440000.00	3301838193.94
Actifs Totaux	1,618,032,716.18	0.00	115721040000.00	7975677310.33	6,760,988,501.08	11671520.00	124835080000.00	21848924698.49
Equité	241,222,644.39	373811640.00	8098120000.00	635142098.39	1,036,226,288.65	304325160.00	8781654640.00	1690697212.17
Equité (valeur marchande)	909,913,274.86	0,00	136680000000.00	5962941919.80	3,301,975,684.32	8340880.00	57415811560.00	7440237511.06
Dettes à long terme	348.99	0,00	24828840000.00	1504734597.09	77.62	0,00	9020880000.00	1694037300.96
Dettes/ Equité	25.83	-6107.41	161700.00	6760.22	30.50	-770.93	465.07	164.84
ROE	-2.93	-401.66	336.84	49.75	-1.26	-215.86	118.37	41.69
ROA	-7.40	-3013.84	59.02	135.00	1.13	-41.91	34.66	11.73
Q	6.96	0.00	100.00	14.89	11.80	0.00	100.00	24.29
Propriété institutionnelle	5.68	0.00	100.00	18.23	9.74	0.00	100.00	21.06
Current Ratio	2.69	0.00	59.36	5.79	1.76	0.00	15.91	2.22
Quick Ratio	2.21	0.00	57.18	5.75	1.30	0.00	13.37	1.90
SGA/ Ventes	122.51	-196.62	15350.99	1033.48	37.27	0.73	1333.62	172.60

Le tableau recense les statistiques descriptives des firmes canadiennes cotées conjointement sur les deux places boursières vs. firmes cotées uniquement au Canada. Nous présentons les valeurs moyennes, ainsi que les valeurs minimales, maximales et l'écart - type. À observer, des données extrêmes et un grand écart-type.

La performance des sociétés canadiennes cotées seulement au Canada se mesure par un ROE négatif, (-2.93) et par un ROA négatif (-7.3). Elles montrent une moyenne de SGA/Ventes très élevée (122.51), et une performance future, mesurée par le ratio Q de Tobin 6.96. (voir Tableau 4.3)

Selon ces résultats, de manière générale, les sociétés canadiennes cotées conjointement sur les deux places boursières performant mieux que les sociétés canadiennes listées seulement sur la place boursière canadienne, ce qui démontre l'effet positif de la cotation conjointe, tel que démontré par Dow et McGuire (2005),

Coffee (1999), King et Segal (2003). Dans ce cas, les compagnies canadiennes échappent au milieu d'affaires canadien plus étroit et prennent avantage des réglementations des marchés financiers américains permettant de réduire le coût d'agence, tout en ayant accès à une base d'investisseurs potentiels plus large. De même, les investisseurs canadiens montrent plus d'intérêt pour les sociétés listées conjointement sur les deux places boursières, car elles présentent plus de garanties en arrivant à se plier à des règles boursières plus strictes.

L'effet positif d'une réglementation de marché plus stricte dans l'amélioration du problème d'agence de type 1 entre principal et principal³³ a été démontré par King et Segal (2003) et confirmé clairement par nos résultats du ratio SGA/Ventes qui se trouve diminué pour les firmes cotées conjointement.

Parmi les firmes cotées seulement au Canada, le pourcentage de la propriété familiale moyenne est de 29% et pourcentage moyen détenu par les investisseurs institutionnels est de 5.68 %.

Les firmes cotées conjointement sur les deux places boursières montrent un pourcentage de la propriété familiale moyenne plus bas, de 21 %. Par contre le pourcentage moyen des institutionnels est de 9.74%, en se rapprochant ainsi des moyennes américaines.

Nous observons donc une baisse du pourcentage moyen détenu par les familles dans les firmes conjointement listées, et une hausse du pourcentage détenu par les institutionnels, caractéristiques que nous reverrons chez les firmes américaines, aspect décrit à la Section 4.1.2.2 de ce chapitre.

³³ Jensen et Meckling, (1979)

4.1.2.1.3 Effet de la double cotation pour les sociétés familiales

Afin d'analyser l'effet de la cotation conjointe sur les sociétés familiales, nous avons poussé l'étude dans cette direction, en posant l'hypothèse suivante : étant donné les effets positifs de la cotation conjointe sur la valeur des sociétés de manière générale, nous nous attendons à avoir les mêmes résultats pour les sociétés familiales. Il s'agit ici d'une nouvelle approche dans la matière et d'un apport important de cette étude.

Parmi les 153 firmes identifiées comme étant des firmes familiales au Canada (DUMFAM=1), 15 d'entre elles (représentant 9.8% de l'échantillon) sont cotées conjointement aux États-Unis et au Canada (COTATION = 1) et 138 (représentant 90.2%) sont cotées seulement au Canada. Étant donné la faible proportion des firmes cotées conjointement, il s'agit d'une limite de notre étude.

Tableau 4.4 : Pourcentage des firmes familiales canadiennes listées seulement au Canada

Cotation	Nombre	Pourcentage des firmes familiales canadiennes listées seulement au Canada
0	138	90.2 %
1	15	9.8 %
Total	153	100 %

Nous analyserons par la suite les caractéristiques des firmes familiales canadiennes cotées conjointement sur les deux places boursières, en les comparant avec celles des firmes canadiennes listées seulement au Canada et celles des firmes familiales américaines. Les résultats montrent l'influence évidente de la cotation conjointe pour les firmes canadiennes, et du mode de gouvernance, car nous trouvons que les firmes familiales canadiennes ayant une double cotation ont plus de

caractéristiques communes avec les firmes familiales américaines, qu'avec celles canadiennes listées seulement au Canada³⁴.

Parmi les firmes familiales cotées seulement au Canada, le pourcentage moyen de la propriété familiale est de 41.4% et le pourcentage moyen du contrôle familial de 48.6% (voir Tableau 4.4), tandis que les firmes familiales cotées conjointement, sur les deux places boursières montrent un pourcentage moyen de la propriété familiale de 28.55% et du contrôle familial de 36.93%, ce qui maintient les conclusions tirées plus haut.

La taille moyenne des entreprises familiales cotées seulement au Canada est de \$1.87 millions, tandis que dans le cas des celles cotées conjointement elle est de \$1.78 millions, ce qui se traduit, compte tenu du nombre des sociétés cotées conjointement, que seulement le plus grandes sociétés canadiennes se trouvent dans ce cas.

De manière conséquente avec les découvertes de Coffee (1999), nos résultats démontrent l'effet positif de la double cotation, sur une place boursière ayant des règles plus strictes que la place boursière locale de la firme. Les sociétés familiales listées conjointement sur les deux places boursières montrent une performance courante, mesurée par un ROE moyen de 17.6% et un ROA moyen de 8.1%, nettement supérieure à celles listées seulement sur la place boursière canadienne (ROE moyen de 8.42% et ROA moyen de 3.82). Également la performance future des sociétés familiales doublement listées, mesurée par le ratio Q de Tobin de 12.48 est très largement supérieure à celle des sociétés listées seulement au Canada (Q moyen de 3). (Voir Tableau 4.5).

La baisse de l'incidence du problème d'agence est évidente par la comparaison des ratios SGA/Ventes et la baisse drastique de ce ratio dans le cas des sociétés doublement listées.

³⁴ Coffee, 1999.

Tableau 4.5 : Statistiques descriptives des sociétés familiales canadiennes listées seulement au Canada vs. sociétés familiales canadiennes listées conjointement sur les deux places boursières.

	Firmes familiales canadiennes listées seulement au Canada				Firmes familiales canadiennes listées conjointement			
	Valeurs moyennes	Minimum	Maximum	Ecart-type	Valeurs moyennes	Minimum	Maximum	Ecart-type
FAMOWN	41,40	0,00	100,00	31,24	28,55	3,44	100,00	29,93
FAMCONTR	48,63	0,00	100,00	29,61	36,94	10,03	100,00	29,52
INSTOWN	0,00	0,00	0,00	0,00	0,78	0,00	11,73	3,03
Ventes Nettes	1340757020,00	0,00	14178680000,00	2619503038,26	1788105922,67	0,00	9443715560,00	2839595127,15
Actifs nets	1872920255,07	4260200,00	26890605440,00	5051076379,65	1782293282,67	31551320,00	6940152760,00	2165504575,79
Ln (actifs)	19,44	15,26	24,02	1,95	20,49	17,27	22,66	1,49
Équité	320737329,57	16144560,00	4456720000,00	561605618,46	627744493,33	12867640,00	2547960000,00	721033919,52
Valeur marchande de l'équité	1102575276,15	0,00	16056805320,00	2264787839,41	1894384074,67	15630480,00	6613439960,00	2013223295,36
Dette à long terme	369183491,01	0,00	4940880000,00	783535724,67	727337112,00	0,00	4161464000,00	1149469283,05
Dette/Équité	146,91	-3099,00	12432,83	1127,47	107,15	23,22	367,58	93,64
SGA/Ventes	200,85	0,88	15350,99	1662,99	18,37	2,25	47,92	14,36
ROE	8,43	-209,74	336,84	43,57	17,67	-22,95	118,37	31,03
ROA	3,83	-145,74	32,60	16,52	8,15	-5,75	34,66	9,22
Q	3,00	0,00	11,11	2,63	12,48	0,00	100,00	24,71
Current Ratio	2,05	0,00	29,46	3,46	1,86	0,00	4,94	1,52
Quick Ratio	1,55	0,00	28,95	3,41	1,46	0,00	4,86	1,47
PE	-6,74	-3142,86	369,72	273,98	13,05	-75,45	95,00	37,05

Le tableau recense les statistiques descriptives des firmes familiales canadiennes cotées conjointement sur les deux places boursières vs. firmes familiales cotées uniquement au Canada. Nous présentons les valeurs moyennes, ainsi que les valeurs minimales, maximales et l'écart - type. À observer, des données extrêmes et un grand écart-type.

4.1.2.2 Le cas des États –Unis

Nos résultats sont cohérents avec les résultats de Anderson et Reeb (2003), démontrant que les sociétés familiales américaines performant mieux (ROE moyen de 0.50% et ROA de 0.036%) que les sociétés non –familiales, aux États-Unis.

Egalement, les sociétés non familiales américaines démontrent ratio SGA/Ventes comparable aux firmes non- familiales, ce qui n'est pas le cas au Canada.

Pour la comparaison, nous avons étudié les sociétés familiales américaines, qui démontrent une performance courante plus faible que les sociétés canadiennes (ROE de 1.4 et ROA de 9.8), ainsi qu'une performance attendue future plus faible que la moyenne des sociétés canadiennes, ($Q = 3.45$). La différence au niveau du ROE entre les sociétés familiales américaines et canadiennes est explicable par la taille, supérieure, en matière d'actifs, des sociétés familiales canadiennes dans notre échantillon.

On peut affirmer qu'aux États- Unis les plus grandes sociétés sont non - familiales, tandis qu'au Canada, les sociétés familiales se retrouvent parmi les « *blue chips* » canadiens.

Le ratio SGA/Ventes des sociétés familiales américaines, étant faible (30.65), nous remarquons que les sociétés familiales canadiennes, une fois cotées sur les deux places boursières, ont des caractéristiques rapprochées des sociétés familiales américaines, et perdent ainsi leurs caractéristiques canadiennes.

Tableau 4.6 : Les sociétés familiales américaines vs. sociétés non-familiales

	Firmes familiales américaines				Firmes non-familiales américaines			
	Valeurs moyennes	Minimum	Maximum	Ecart	Valeurs moyennes	Minimum	Maximum	Ecart
Ventes nettes	695,625,144.43	72834.00	16403000000.00	2309151595.91	11,512,148.11	14286.00	1825290000.00	17736489.44
Revenu net	1,536,069,691.52	-130000000.00	688000000.00	175057457.31	27,781,364.06	NA	NA	NA
Actifs Totaux	477,709,952.88	107.00	132882.00	7060015171.00	6,534,526.99	304.00	632574000.00	64933377.43
Market Value of Equity	1,023,219,328.12	0.00	12888000000.00	1771536814.17	22,317,726.67	39631545.00	183523937.40	19519399.41
Dette à long terme	148757098.90	0.00	3636067000.00	550930970.64	0.84	0.00	71427000.00	7173930.85
Dette/ Actifs	0.18	0.00	0.66	0.12	0.21	0.00	0.65	0.13
ROE	1.48	-48.21	23.11	7.03	0.50	-2.13	97.35	5.21
ROA	0.99	-0.67	12.78	2.75	0.04	-4.37	0.50	0.25
Q	3.45	-25.00	33.33	5.40	4.29	-100.00	50.00	8.51
Propriété institutionnelle	41.49	0.00	99.99	27.13	22.86	0.00	99.99	20.95
Current Ratio	1.61	0.20	7.55	0.89	1.36	0.16	8.58	0.86
Quick Ratio	0.92	0.07	6.08	0.70	0.82	0.03	8.58	0.79
SGA/ Ventes	30.66	1.00	1034.00	91.34	24.16	0.00	208.00	18.60
R&D / Ventes	2.95	0.00	17.88	5.55	0.07	0.00	0.18	0.06

4.2 Propriété familiale et performance

Cette section a pour but d'analyser la relation entre les différents indicateurs de performance et les variables caractérisant la propriété familiale, à travers des régressions multiples.

4.2.1 Analyse multivariée : Régressions multiples

Notre intérêt principal réside dans la relation entre la propriété familiale et la performance de l'entreprise. Nous comparons deux pays très semblables d'un point de vue économique et culturel, régis par la loi anglo-saxonne³⁵, ayant des ratings de gouvernance rapprochés selon La Porta et al. (1999), mais démontrant des différences importantes au niveau de la diversification de la propriété.

L'équation employée pour la régression multiple prend la forme :

$$\text{Performance de la firme} = f(\text{firme familiale, variables de contrôle})$$

Ou :

La *performance de la firme* est mesurée par le ROE, ROA ou Q de Tobin.

La *firme familiale* est mesurée par une variable binaire, égale à 1 si la famille fondatrice de la firme est présente dans la firme ou un membre de la famille détient une fonction dans la firme et 0 sinon.

Variables de contrôle : le pourcentage des investisseurs institutionnels dans la firme, la taille de la firme mesurée par le logarithme naturel des actifs totaux, l'effet de levier, mesuré par le ratio Dette/ Capitaux propres, le ratio SGA/Ventes mesurant le coût d'agence, le ratio RD/Sales mesurant les dépenses de recherches et développement en rapport avec les ventes de l'entreprise, dans le cas où cette information est disponible et les *Codes SIC* qui sont mesurés par une variable binaire, égalant 1 pour chaque digit.

³⁵ Voir Gadhoum, 2000 pour l'incidence du droit civil français, qui régit le Québec dans l'économie canadienne

4.2.2 ROE et propriété familiale

Nous allons tester la relation entre la performance des firmes, mesurée par le ROE et la propriété familiale. Cette relation sera testée pour l'échantillon entier, tout confondu, et pour l'échantillon divisé par pays.

4.2.2.1 La relation entre le ROE et la propriété familiale pour l'échantillon entier : États –Unis et Canada

Nos résultats démontrent que la performance courante est reliée positivement à la propriété familiale, et la relation est significative au seuil de 0.05 (Sig. = 0.017).

La performance courante, mesurée par le ROE, est influencée de manière significative par la taille de l'entreprise (Ln (actifs totaux)), et de manière négative par le levier financier (dette/équité).

Le modèle est significatif, $F = 6.775$, $p = 0.000$ et nos variables indépendantes expliquent plus que ce qui était attendu par le hasard. Le R^2 montre le montant de la variance dans la variable dépendante (ROE) qui peut être expliqué par les variables indépendantes (soit, 0.371), avec un R^2 ajusté de 0.7.

Au Canada, la relation entre ROE et la propriété familiale est plus forte que la relation générale testée pour l'ensemble des données, et significative, par rapport aux données des États-Unis, où la relation n'est pas significative. Le ROE est influencé significativement par la propriété familiale ainsi que par la taille de l'entreprise et le levier.

Aux États-Unis, le ROE est prédit par la taille de l'entreprise et par le pourcentage de l'investissement institutionnel, qui l'influence positivement, ce qui peut se traduire par le fait que la performance courante de l'entreprise croît si le pourcentage de l'investissement institutionnel croît, ce qui se traduit par un

monitoring positif des institutionnels sur la gouvernance de l'entreprise (voir Calpers)³⁶.(Voir Tableau 4.7).

Tableau 4.7 : Régression linéaire du ROE pour l'échantillon entier et par pays

Variable	Beta (toutes les firmes)	Beta (Canada)	Beta (États- Unis)
Constante	-34.481	-79.978	-15.972
	25.836	49.952	3.802
SIC 1	-24.485	-43.777	0.367
	24.276	46.282	3.483
SIC2	-9.489	-32.211	0.39
	24.123	46.502	3.384
SIC3	-10.317	-34.471	0.286
	24.106	46.439	3.382
SIC4	-11.257	-36.176	-0.545
	-24.29	46.586	3.419
SIC5	-8.94	-30.17	0.995
	-24.4	-46.73	3.433
SIC6	-9.104	-30.572	-1.242
	24.304	46.658	3.423
SIC7	-19.576	-42.943	1.107
	24.513	46.697	3.475
SIC8	-35.098	-58.747	-1.108
	25.162	-47.47	3.656
INSTOWN	0.0088**	0.01924	0.02475 *
	0.051	0.121	0.007
LN (ACTIFS)	2.486	5.802*	0.983
	0.499	1.153	0.101
Dette/Equité	0.001*	-,001*	-0.144
	0	0	0.107
DUMFAM	6.408*	11.498*	0.317
	2.688	4.964	0.436
R ² (ajusté)	0.7	0.101	0.204
F	6.696 *	5.449 *	10.241 *
N	909	475	438

* significatif au seuil de 0.01 ; ** significatif au seuil de 0.05

³⁶ L'effet positif du monitoring institutionnel, et surtout celui de Calpers (voir Anderson et Reeb, 2003).

L'influence du fait qu'une firme est cotée ou non comme étant familiale n'est pas significative dans le modèle des États-Unis, mais le ROE se trouve influencé significativement, de manière positive par la taille de l'entreprise et négativement par son levier financier. L'équation est significative ($F = 10.24$, $\text{Sig.} = 0.000$).

4.2.3 La relation entre le ROA et la propriété familiale

Nous avons testé la relation entre le ROA et la propriété familiale pour l'ensemble de notre échantillon. Le ROA ne se trouve pas influencé de manière significative par le fait qu'une firme est ou non familiale.

Cette relation n'est pas significative pour le Canada, mais elle y est pour le cas des États-Unis. En effet le ROA, dans le cas des États – Unis, le ROA se trouve influencé de manière significative et positive par la taille de l'entreprise, par le pourcentage des institutionnels et par la propriété familiale pour les firmes américaines.

Le modèle est significatif, $F = 1.084$ et nos variables indépendantes expliquent plus que ce qui était attendu par le hasard. Le R^2 montre le montant de la variance dans la variable dépendante (ROA) qui peut être expliqué par les variables indépendantes, avec un R^2 ajusté de 0.001.

Tableau 4.8 : Régression ROA sur l'échantillon entier et par pays

Variable	Beta (toutes les firmes)	Beta (Canada)	Beta (États-Unis)
Constante	-53.075 (76.599)	-172.124 (148.717)	-7.624 (1.248)
SIC 1	-12.423 (72.05)	-38.991 (138.366)	-0.112 (1.143)
SIC2	-5.612 (71.606)	-41.993 (139.011)	-0.36 (1.11)
SIC3	-5.088 (71.522)	-39.654 (138.832)	-0.268 (1.11)
SIC4	-33.737 (72.08)	-96.474 (139.18)	-0.699 (1.122)
SIC5	-6.96 (72.416)	-41.288 (139.645)	-0.03 (1.127)
SIC6	-12.957 (72.134)	-58.054 (139.42)	-1.2 (1.124)
SIC7	-13.359 (72.722)	-41.848 (139.497)	-0.14 (1.141)
SIC8	-25.051 (74.567)	-52.217 (141.7)	-0.49 (1.2)
INSTOWN	0.162 (0.15)	0.0208 (0.361)	0.01 (0.002)
LN (ACTIFS)	3.28 (1.466)	11.008* (3.35)	0.5 ** (0.033)
Dette/Equité	0.0000922 (0.001)	0.035 (0.001)	-0.04 (0.035)
DUMFAM	3.272 ** (7.922)	8.978 (14.695)	0.636 ** (0.143)
R ² (ajusté)	0.001	0.013	0.416
F	1.084	1.529	26.721
N	922	488	433

* significatif au seuil de 0.01 ** significatif au seuil de 0.05

4.2.4 La relation entre la performance, mesurée par ratio le Q de Tobin et la propriété familiale

Le Q de Tobin mesure la performance future de l'entreprise. Généralement, sur l'échantillon entier, Canada et USA confondu, la régression du Q de Tobin est significative (($F = 4.645$, Sig. = 0.000), malgré un R^2 ajusté de 0.056, assez faible.

La variable Q est influencée positivement et significativement par la propriété familiale, au seuil de $p = 0.005$, par le pourcentage de l'investissement institutionnel, par la taille de l'entreprise et par le levier financier (voir Tableau 4.9).

Au Canada, le ratio Q est influencé significativement seulement par la taille de l'entreprise et le levier financier, la propriété familiale étant une influence positive et non significative.

Aux USA par contre, le Q est prédit et influencé positivement par la propriété familiale ainsi que par la taille de l'entreprise et le pourcentage d'investissement des institutions financières, ce qui démontre une croyance plus forte dans la performance à long terme des entreprises familiales américaines, que dans celles canadiennes, allant confirmer la thèse de Anderson et Reeb (2003)

Tableau 4.9 : Coefficients de la régression Q pour l'échantillon entier et par pays

Variable	Beta	Beta	Beta
	(toutes les firmes)	(Canada)	(États-Unis)
Constante	24.398 (11.67)	58.067 (18.29)	3.177 (8.67)
SIC 1	-30.117 (10.18)	-40.517 (16.50)	3.438 (7.94)
SIC2	-30.267 (10.74)	-38.83 (16.65)	4.036 (7.72)
SIC3	-26.746 (10.73)	-28.82 (16.64)	3.246 (7.71)
SIC4	-33.18 (10.83)	-41.06 (16.74)	3.068 (7.80)
SIC5	-30.29 (10.89)	-38.18 (16.74)	3.526 (7.83)
SIC6	-25.99 (10.84)	-28.63 (16.77)	3.467 (7.81)
SIC7	-23.99 (10.956)	-25.313 (16.76)	3.280 (7.93)
SIC8	-12.48 (11.32)	-16.17 (17.19)	2.48 (8.34)
INSTOWN	0.01* (0.027)	0.109* (0.05)	0.01* (0.017)
LN (ACTIFS)	0.698 (0.265)	-0.666 (0.53)	-0.174 (0.23)
Dette/Equité	0* 0	0* 0	0.288 (0.244)
DUMFAM	-0.438 (1.43)	0.691 (2.38)	-0.842 (0.995)
R ² (ajusté)	0.056	0.105	0.48
F	4.645	4.980	1.754
N	955	521	433

* significatif au seuil de 0.01 , ** significatif au seuil de 0.05

4.3 Propriété familiale, contrôle et performance au Canada

Dans cette section nous nous interrogeons sur la relation entre la performance, le contrôle familial et la propriété familiale au Canada, compte tenu de la cotation sur le marché canadien seulement ou sur les deux marchés.

Nous faisons la différence entre la propriété qu'une famille détient dans la société et le contrôle qu'elle exerce. La propriété détenue par une famille est mesurée par l'investissement qu'elle fait dans l'entreprise, par la fraction des capitaux propres détenue. Le contrôle qu'une famille exerce sur la société est mesuré par les droits de vote que la famille détient, que ce soit directement en actions à droits de vote multiples ou par voie pyramidale.

Le calcul de ces variables a été effectué selon la méthodologie de Claessens et al. (2002) et Faccio et al. (2000), décrite au chapitre 2 de cette étude.

La scission entre les droits de propriété et les droits de contrôle détenus est créée par des mécanismes pyramidaux, structure quasi absente aux Etats – Unis, mais très présente dans le contexte canadien.

La littérature de spécialité montre que l'existence des pyramides crée des conflits d'agence entre actionnaires majoritaires (familles) et minoritaires prononcés, ayant comme coût d'agence le risque de « tunneling » subit par les actionnaires minoritaires et l'appropriation des bénéfices privés par les familles.

Afin de vérifier si de tels effets négatifs sont enregistrés sur l'échantillon des firmes canadiennes, dont 30% sont contrôlées par voie pyramidale, nous régressons les variables de performance choisies – ROE, ROA et Q sur la variable binaire mesurant le contrôle familial (FAMCONTR) au Canada et les autres variables de contrôle.

Le calcul de la variable (FAMCONTR) a été fait selon la méthodologie de Claessens et al.(2000) et Faccio et al. (2002), tel que décrit au Chapitre 2 de ce mémoire.

Tableau 4.10 : La régression du FAMCONTR sur les données canadiennes

Variable	Beta (firmes canadiennes)	Beta (firmes canadiennes cotées au Canada)	Beta Firmes canadiennes listées conjointement
Constante	-38.811 (25.982)	-97.69 (52.023)	41.2246 (45.934)
SIC 1	-22.104 (24.439)	-42.175 (47.322)	27.702 (12.047)
SIC2	-5.963 (24.25)	-35.701 (47.556)	26.639 (11.972)
SIC3	-7.538 (24.256)	-36.949 (47.458)	25.263 (11.722)
SIC4	-9.637 (24.458)	-42.214 (47.665)	1.89 (29.425)
SIC5	-5.872 (24.55)	-32.066 (47.774)	12.937 (18.611)
SIC6	-6.79 (24.458)	-34.045 (47.711)	12.93 (18.622)
SIC7	-16.293 (24.65)	-43.749 (47.718)	-4.205 (21.582)
SIC8	-32.185 (25.381)	-58.518 (48.571)	Na Na
INSTOWN	2.66 (0.499)	6.863 (1.327)	-0.129 (0.213)
LN (ACTIFS)	-0.01 0	-0.001 0	-3.307 (2.311)
Dette/Equité	0.088 (0.52)	0.004 (0.138)	0.188 (0.026)
FAMCONTR	0.4 (0.658)	11.032 (5.232)	8.126 (9.296)
R ² (ajusté)	0.552	0.93	0.548
F	6.001	4.527	8.158
N	896	411	65

* significatif au seuil de 0.01 , ** significatif au seuil de 0.05

Le modèle utilisé est significatif.

Pour les sociétés cotées uniquement au Canada, le ROE est fonction significative du levier financier, de la taille de l'entreprise, du pourcentage des investissements institutionnels et de la présence du contrôle familial.

Les coefficients sont présentés dans le Tableau 4.10.

Nous trouvons que le ROE des sociétés cotées strictement au Canada est fonction positive du contrôle familial, tandis que dans le cas des sociétés listées conjointement au Canada et aux États-Unis, la relation n'est pas significative. Le fait que le ROE soit une fonction positive du contrôle familial, et compte tenu du fait qu'au Canada le contrôle se fait par des pyramides pour la plupart de sociétés familiales, vient contredire la théorie de Morck du « *Canadian Disease* », et démontre que, tant que les sociétés familiales canadiennes, contrôlées par des familles, se trouvent régies par les lois canadiennes, ceci constitue une influence positive pour leur performance courante, mais qu'au moment où ces mêmes sociétés décident de s'adapter aux lois américaines, les familles perdant ainsi une partie des avantages, tel que le démontre la baisse du ratio SGA/Ventes, qui se trouvent en baisse pour les sociétés canadiennes cotées aux États-Unis, cet avantage se trouve perdu et la relation entre contrôle et ROE n'est plus significative, tandis que la relation entre le ROE et la propriété familiale en général, reste significative.

Nous trouvons que le ROE n'est pas fonction du pourcentage que les familles détiennent dans les sociétés, indépendamment de la cotation singulière conjointe, tandis que le ROE est une fonction significative et positive de la propriété familiale pour les sociétés canadiennes exclusivement cotées au Canada.

Le ROA et le Q de Tobin ne se trouvent pas affectés de manière significative par aucune de ces variables (contrôle familial (FAMCONTR), pourcentage de propriété (FAMOWN), et propriété familiale (DUMFAM)).

4.4 Conclusions

Ce chapitre présente les résultats de nos études traitant du lien entre la performance d'une entreprise et sa structure de propriété. La recherche a été effectuée sur un échantillon de 1124 firmes canadiennes et américaines, cotées en Bourse. Les résultats démontrent une influence positive des familles dans les sociétés familiales et sont cohérents avec les résultats de Anderson et Reeb (2003) pour les États- Unis, tout en contredisant la théorie du « Canadian Disease » de Morck (1998).

Les firmes familiales performant mieux à court terme que les firmes non -- familiales, que ça soit au Canada, ou aux États- Unis. À long terme, les sociétés américaines, possèdent un ratio Q de Tobin supérieur aux sociétés canadiennes, et donc, une meilleure crédibilité aux yeux des investisseurs.

Nous avons testés les effets de la cotation conjointe sur les firmes canadiennes et nos découvertes montrent un effet bénéfique et une amélioration de la performance des sociétés se trouvant en double cotation, en confirmant les hypothèses de Coffice (1999), McGuire et Dow (2005) et King et Segal (2003).

CONCLUSIONS ET DIRECTIONS DE RECHERCHE FUTURE

Le but de ce mémoire est de faire une comparaison entre les structures de propriété au Canada et aux États-Unis, afin de ressortir la relation existante entre propriété familiale, contrôle familial et performance des entreprises, dans deux pays similaires du point de vue des ratings de gouvernance, mais différents quant à leur structure de propriété.

Les principaux apports de cette recherche sont :

- ressembler des données portant sur la structure de propriété des firmes au Canada
- identifier les 3 principaux propriétaires, ainsi que le pourcentage de leur propriété et de leurs droits de contrôle au Canada.
- identifier la structure de contrôle des firmes canadiennes : holding, pyramides et prise de participation croisée
- faire la comparaison entre les performances des sociétés canadiennes et américaines et tirer les conclusions qui s'imposaient et finalement ouvrir d'autres pistes de recherche future.

L'étude est menée sur un échantillon de 1124 sociétés nord-américaines, cotées en Bourse au Canada, aux États-Unis ou sur les deux places boursières conjointement, pour l'année 1999, considérée comme étant une année de croissance économique.

Nos résultats démontrent que les firmes familiales performant mieux à court terme que les firmes non – familiales, que ça soit au Canada, ou aux États- Unis.

Les résultats démontrent une influence positive des familles dans les sociétés familiales et sont cohérents avec les résultats de Anderson et Reeb (2003) pour les États- Unis, tout en contredisant la théorie du « Canadian Disease » de Morck (1998).

Tenant compte du fait que la structure canadienne est une structure pyramidale, dans laquelle les résultats des compagnies familiales sont quand - même positifs, ceci nuance l'effet négatif des pyramides et des actions à votes multiples, dénoncé par Morck (1998), du moins pour le contexte canadien. Ceci peut s'expliquer par le fait que la gouvernance canadienne se trouve quand même rapprochée des principes de gouvernance américains. Egalement le contexte canadien, de modèle anglo-saxon, est différent du contexte des pays d'Asie de Sud- Est ou d'Europe, où moins de transparence est requise, dans les divulgations.

Une piste de recherche future serait de répliquer cette étude avec des données des années démontrant un resserrement économique, période dans laquelle les familles s'octroient moins de bénéfices privés.

D'autres recherches, plus approfondies, peuvent être menées sur la structure même des entreprises canadiennes, tout en faisant une comparaison entre les entreprises canadiennes et les *keiretsu* japonais, système qui montre des similitudes avec le contexte d'affaires canadien, d'un point de vue propriété familiale performance.

Finalement, une piste de recherche intéressante serait d'appliquer ce modèle aux pays de l'Europe de l'Est, dans lesquelles la grande majorité des capitaux est concentrée dans les mains des « nouveaux riches », car l'univers des affaires se trouve ouvert à la propriété privée depuis seulement une quinzaine d'années, après la chute du mur de Berlin.

ANNEXE 1 : REGRÉSSION ROE = f(Propriété familiale = DUMFAM)

Échantillon entier

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
ROE	-.6021	35.19675	910
SIC1	.15	.353	910
SIC2	.20	.399	910
SIC3	.22	.413	910
SIC4	.13	.336	910
SIC5	.09	.285	910
SIC6	.13	.336	910
SIC7	.07	.248	910
SIC8	.02	.154	910
INSTOWN	16.0954	23.58227	910
LNASSET	17.7945	2.50302	910
DEBTEQU	204.2463	5368.07294	910
DUMFAM	.25	.435	910

Correlations

		ROE	SIC1	SIC2	SIC3	SIC4	SIC5	SIC6	SIC7	SIC8	INSTOWN	LNASSET	DEBTEQU	DUMFAM
Pearson Correlation	ROE	1.000	-.130	.049	.012	.016	.039	.095	-.047	-.104	.045	.159	-.082	.116
	SIC1	-.130	1.000	-.205	-.218	-.160	-.129	-.160	-.110	-.065	-.139	.084	-.014	-.077
	SIC2	.049	-.205	1.000	-.255	-.192	-.155	-.192	-.132	-.078	.061	-.116	-.017	.148
	SIC3	.012	-.218	-.255	1.000	-.204	-.165	-.204	-.140	-.083	.031	-.191	-.022	-.026
	SIC4	.016	-.160	-.192	-.204	1.000	-.121	-.149	-.103	-.061	-.087	.101	.089	-.135
	SIC5	.039	-.129	-.155	-.165	-.121	1.000	-.121	-.083	-.049	.048	-.034	-.010	.039
	SIC6	.095	-.160	-.192	-.204	-.149	-.121	1.000	-.103	-.061	.116	.229	-.009	.015
	SIC7	-.047	-.110	-.132	-.140	-.103	-.083	-.103	1.000	-.042	-.027	-.018	-.008	.059
	SIC8	-.104	-.065	-.078	-.083	-.061	-.049	-.061	-.042	1.000	-.035	-.014	-.005	-.026
	INSTOWN	.045	-.139	.061	.031	-.087	.048	.116	-.027	-.035	1.000	-.247	-.023	-.009
	LNASSET	.159	.084	-.116	-.191	.101	-.034	.229	-.018	-.014	-.247	1.000	.051	.132
	DEBTEQU	-.082	-.014	-.017	-.022	.089	-.010	-.009	-.008	-.005	-.023	.051	1.000	-.019
	DUMFAM	.116	-.077	.148	-.026	-.135	.039	.015	.059	-.026	-.009	.132	-.019	1.000
Sig. (1- tailed)	ROE		.000	.070	.362	.313	.119	.002	.079	.001	.087	.000	.007	.000
	SIC1	.000		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.025	.000	.006	.334	.010

SIC2	.070	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.009	.032	.000	.302	.000
SIC3	.362	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.006	.172	.000	.250	.216
SIC4	.313	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.001	.033	.004	.001	.004	.000
SIC5	.119	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.006	.069	.075	.151	.387	.118
SIC6	.002	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.001	.033	.000	.000	.389	.322
SIC7	.079	.000	.000	.000	.001	.006	.001	.000	.104	.204	.295	.400	.038
SIC8	.001	.025	.009	.006	.033	.069	.033	.104	.000	.145	.338	.442	.216
INSTOWN	.087	.000	.032	.172	.004	.075	.000	.204	.145	.000	.000	.247	.393
LNASSET	.000	.006	.000	.000	.001	.151	.000	.295	.338	.000	.000	.064	.000
DEBTEQU	.007	.334	.302	.250	.004	.387	.389	.400	.442	.247	.064	.000	.284
DUMFAM	.000	.010	.000	.216	.000	.118	.322	.038	.216	.393	.000	.284	.000
ROE	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
SIC1	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
SIC2	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
SIC3	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
SIC4	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
SIC5	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
SIC6	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
SIC7	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
SIC8	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
INSTOWN	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
LNASSET	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
DEBTEQU	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
DUMFAM	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910

Correlations

		ROE	SIC1	SIC2	SIC3	SIC4	SIC5	SIC6	SIC7	SIC8	INSTOWN	LNASSET	DEBTEQU	DUMFAM
Pearson Correlation	ROE	1.000	-.130	.049	.012	.016	.039	.095	-.047	-.104	.045	.159	-.082	.116
	SIC1	-.130	1.000	-.205	-.218	-.160	-.129	-.160	-.110	-.065	-.139	.084	-.014	-.077
	SIC2	.049	-.205	1.000	-.255	-.192	-.155	-.192	-.132	-.078	.061	-.116	-.017	.148
	SIC3	.012	-.218	-.255	1.000	-.204	-.165	-.204	-.140	-.083	.031	-.191	-.022	-.026
	SIC4	.016	-.160	-.192	-.204	1.000	-.121	-.149	-.103	-.061	-.087	.101	.089	-.135
	SIC5	.039	-.129	-.155	-.165	-.121	1.000	-.121	-.083	-.049	.048	-.034	-.010	.039
	SIC6	.095	-.160	-.192	-.204	-.149	-.121	1.000	-.103	-.061	.116	.229	-.009	.015
	SIC7	-.047	-.110	-.132	-.140	-.103	-.083	-.103	1.000	-.042	-.027	-.018	-.008	.059
	SIC8	-.104	-.065	-.078	-.083	-.061	-.049	-.061	-.042	1.000	-.035	-.014	-.005	-.026
	INSTOWN	.045	-.139	.061	.031	-.087	.048	.116	-.027	-.035	1.000	-.247	-.023	-.009
	LNASSET	.159	.084	-.116	-.191	.101	-.034	.229	-.018	-.014	-.247	1.000	.051	.132

Sig. (1-tailed)

DEBTEQU	-.082	-.014	-.017	-.022	.089	-.010	-.009	-.008	-.005	-.023	.051	1.000	-.019
DUMFAM	.116	-.077	.148	-.026	-.135	.039	.015	.059	-.026	-.009	.132	-.019	1.000
ROE		.000	.070	.362	.313	.119	.002	.079	.001	.087	.000	.007	.000
SIC1	.000		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.025	.000	.006	.334	.010
SIC2	.070	.000		.000	.000	.000	.000	.000	.009	.032	.000	.302	.000
SIC3	.362	.000	.000		.000	.000	.000	.000	.006	.172	.000	.250	.216
SIC4	.313	.000	.000	.000		.000	.000	.001	.033	.004	.001	.004	.000
SIC5	.119	.000	.000	.000	.000		.000	.006	.069	.075	.151	.387	.118
SIC6	.002	.000	.000	.000	.000	.000		.001	.033	.000	.000	.389	.322
SIC7	.079	.000	.000	.000	.001	.006	.001		.104	.204	.295	.400	.038
SIC8	.001	.025	.009	.006	.033	.069	.033	.104		.145	.338	.442	.216
INSTOWN	.087	.000	.032	.172	.004	.075	.000	.204	.145		.000	.247	.393
LNASSET	.000	.006	.000	.000	.001	.151	.000	.295	.338	.000		.064	.000
DEBTEQU	.007	.334	.302	.250	.004	.387	.389	.400	.442	.247	.064		.284
DUMFAM	.000	.010	.000	.216	.000	.118	.322	.038	.216	.393	.000	.284	
ROE	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
SIC1	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
SIC2	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
SIC3	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
SIC4	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
SIC5	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
SIC6	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
SIC7	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
SIC8	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
INSTOWN	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
LNASSET	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
DEBTEQU	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910
DUMFAM	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910	.910

N

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DUMFAM, INSTOWN, DEBTEQU, SIC8, SIC7, SIC5, SIC6, SIC4, SIC1, LNASSET, SIC2, SIC3(a)		Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: ROE.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Change Statistics
-------	---	----------	-------------------	-------------------

		Square	Square	Estimate	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.287(a)	.082	.070	33.94373	.082	6.696	12	897	.000

a Predictors: (Constant), DUMFAM, INSTOWN, DEBTEQU, SIC8, SIC7, SIC5, SIC6, SIC4, SIC1, LNASSET, SIC2, SIC3

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	92576.633	12	7714.719	6.696	.000(a)
	Residual	1033502,545	897	1152.177		
	Total	1126079,179	909			

a Predictors: (Constant), DUMFAM, INSTOWN, DEBTEQU, SIC8, SIC7, SIC5, SIC6, SIC4, SIC1, LNASSET, SIC2, SIC3

b Dependent Variable: ROI

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-34.481	25.836		-1.335	.182
	SIC1	-24.485	24.276	-.246	-1.009	.313
	SIC2	-9.489	24.123	-.107	-.393	.694
	SIC3	-10.317	24.106	-.121	-.428	.669
	SIC4	-11.257	24.290	-.108	-.463	.643
	SIC5	-8.940	24.400	-.072	-.366	.714
	SIC6	-9.104	24.304	-.087	-.375	.708
	SIC7	-19.576	24.513	-.138	-.799	.425
	SIC8	-35.098	25.162	-.153	-1.395	.163
	INSTOWN	8.760E-02	.051	.059	1.733	.083
	LNASSET	2.486	.499	.177	4.984	.000
	DEBTEQU	-.001	.000	-.090	-2.799	.005
	DUMFAM	6.408	2.688	.079	2.384	.017

a Dependent Variable: ROE

ANNEXE 2 : REGRÉSSION Q= f(Propriété familiale = DUMFAM)

Échantillon entier

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Q	.3286	.33790	956
SIC1	.16	.363	956
SIC2	.19	.396	956
SIC3	.21	.408	956
SIC4	.13	.334	956
SIC5	.09	.285	956
SIC6	.13	.334	956
SIC7	.07	.252	956
SIC8	.03	.160	956
INSTOWN	15.4895	23.31762	956
LNASSET	17.7808	2.49613	956
DEBTEQU	211.4902	5252.63542	956
DUMFAM	.25	.434	956

Correlations

	Q	SIC1	SIC2	SIC3	SIC4	SIC5	SIC6	SIC7	SIC8	INSTOWN	LNASSET	DEBTEQU	DUMFAM
Q	1.000	-.066	.067	-.071	-.096	-.011	-.003	-.029	-.005	.079	.189	.090	.127
SIC1	-.066	1.000	-.211	-.222	-.164	-.134	-.164	-.116	-.070	-.138	.061	-.016	-.090
SIC2	.067	-.211	1.000	-.247	-.188	-.154	-.188	-.133	-.081	.061	-.107	-.017	.135
SIC3	-.071	-.222	-.247	1.000	-.197	-.161	-.197	-.139	-.085	.039	-.182	-.023	.022
SIC4	-.096	-.164	-.188	-.197	1.000	-.119	-.146	-.103	-.063	-.083	.102	.086	-.128
SIC5	.011	-.134	-.154	-.161	-.119	1.000	-.119	-.084	-.051	.044	-.031	-.010	.047
SIC6	.003	-.164	-.188	-.197	-.146	-.119	1.000	-.103	-.063	.114	.235	-.010	.031
SIC7	-.029	-.116	-.133	-.139	-.103	-.084	-.103	1.000	-.044	-.029	-.027	-.009	.054
SIC8	-.005	-.070	-.081	-.085	-.063	-.051	-.063	-.044	1.000	-.042	-.012	.010	-.020
INSTOWN	.079	-.138	.061	.039	-.083	.044	.114	-.029	-.042	1.000	-.240	-.023	-.010
LNASSET	.189	.061	-.107	-.182	.102	-.031	.235	-.027	-.012	-.240	1.000	.051	.145
DEBTEQU	.090	-.016	-.017	-.023	.086	-.010	-.010	-.009	.010	-.023	.051	1.000	-.013
DUMFAM	.127	-.090	.135	-.022	-.128	.047	.031	.054	-.020	-.010	.145	-.013	1.000
Pearson Correlation													
Sig. (1-tailed)													
Q		.020	.020	.014	.001	.370	.462	.182	.442	.007	.000	.003	.000
SIC1	.020		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.015	.000	.030	.313	.003
SIC2	.020	.000		.000	.000	.000	.000	.000	.006	.029	.000	.302	.000

SIC3	.014	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.004	.116	.000	.238	.251
SIC4	.001	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.001	.026	.005	.001	.004	.000
SIC5	.370	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.005	.057	.087	.172	.381	.073
SIC6	.462	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.001	.026	.000	.000	.379	.172
SIC7	.182	.000	.000	.000	.001	.005	.001	.000	.086	.186	.203	.389	.048
SIC8	.442	.015	.006	.004	.026	.057	.026	.086	.000	.098	.358	.376	.272
INSTOWN	.007	.000	.029	.116	.005	.087	.000	.186	.098	.000	.000	.234	.375
LNASSET	.000	.030	.000	.000	.001	.172	.000	.203	.358	.000	.000	.056	.000
DEBTEQU	.003	.313	.302	.238	.004	.381	.379	.389	.376	.234	.056	.000	.340
DUMFAM	.000	.003	.000	.251	.000	.073	.172	.048	.272	.375	.000	.340	.000
Q	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956
SIC1	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956
SIC2	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956
SIC3	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956
SIC4	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956
SIC5	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956
SIC6	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956
SIC7	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956
SIC8	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956
INSTOWN	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956
LNASSET	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956
DEBTEQU	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956
DUMFAM	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956	.956

N

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DUMFAM, INSTOWN, DEBTEQU, SIC8, SIC7, SIC5, SIC6, SIC4, LNASSET, SIC1, SIC2, SIC3(a)		Enter

a All requested variables entered

b Dependent Variable: Q

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				Sig. F Change
					R Square Change	F Change	df1	df2	
1	.296(a)	.087	.076	.32484	.087	7.528	12	943	.000

a Predictors: (Constant), DUMFAM, INSTOWN, DEBTEQU, SIC8, SIC7, SIC5, SIC6, SIC4, LNASSET, SIC1, SIC2, SIC3

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9.533	12	.794	7.528	.000(a)
	Residual	99.509	943	.106		
	Total	109.042	955			

a Predictors: (Constant), DUMFAM, INSTOWN, DEBTEQU, SIC8, SIC7, SIC5, SIC6, SIC4, LNASSET, SIC1, SIC2, SIC3
b Dependent Variable: Q

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.344	.205		-1.675	.094
	SIC1	7.293E-02	.190	.078	.384	.701
	SIC2	.159	.189	.187	.843	.399
	SIC3	8.926E-02	.189	.108	.473	.636
	SIC4	.194	.190	.192	1.019	.308
	SIC5	.120	.191	.101	.628	.530
	SIC6	5.536E-02	.191	.055	.290	.772
	SIC7	8.183E-02	.193	.061	.425	.671
	SIC8	.122	.199	.058	.613	.540
	INSTOWN	1.982E-03	.000	.137	4.160	.000
	LNASSET	2.861E-02	.005	.211	6.139	.000
	DEBTEQU	4.863E-06	.000	.076	2.418	.016
	DUMFAM	7.731E-02	.025	.099	3.074	.002

a Dependent Variable: Q

ANNEXE 3 : RÉGRESSION ROA= f(Propriété familiale = DUMFAM)

Échantillon entier

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
ROA	-3.5185	100.81406	923
SIC1	.15	.354	923
SIC2	.20	.397	923
SIC3	.21	.411	923
SIC4	.13	.339	923
SIC5	.09	.285	923
SIC6	.13	.336	923

SIC3	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923
SIC4	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923
SIC5	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923
SIC6	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923
SIC7	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923
SIC8	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923
INSTOWN	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923
LNASSET	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923
DEBTEQU	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923
DUMFAM	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DUMFAM, INSTOWN, DEBTEQU, SIC8, SIC7, SIC5, SIC6, SIC4, SIC1, LNASSET, SIC2, SIC3(a)		Enter

a All requested variables entered.
 b Dependent Variable: ROA

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.119(a)	.014	.001	100.75867	.014	1.084	12	910	.370

a Predictors: (Constant), DUMFAM, INSTOWN, DEBTEQU, SIC8, SIC7, SIC5, SIC6, SIC4, SIC1, LNASSET, SIC2, SIC3

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	132120,851	12	11010.071	1.084	.370(a)
	Residual	9238602,180	910	10152.310		
	Total	9370723,031	922			

a Predictors: (Constant), DUMFAM, INSTOWN, DEBTEQU, SIC8, SIC7, SIC5, SIC6, SIC4, SIC1, LNASSET, SIC2, SIC3
 b Dependent Variable: ROA

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.53075	76.599		-.693	.489
	SIC1	-.12423	72.050	-.044	-.172	.863

SIC2	-5.612	71.606		-.022	-.078	938
SIC3	-5.088	71.552		-.021	-.071	943
SIC4	-33.737	72.080		-.113	-.468	640
SIC5	-6.960	72.416		-.020	-.096	923
SIC6	-12.957	72.134		-.043	-.180	857
SIC7	-13.359	72.722		-.033	-.184	854
SIC8	-25.051	74.567		-.039	-.336	737
INSTOWN	.162	.150		.038	1.083	279
LNASSET	3.280	1.466		.082	2.237	026
DEBTEQU	9.220E-05	.001		.005	.148	883
DUMFAM	3.272	7.922		.014	.413	680

a. Dependent Variable: ROA

ANNEXE 4 : REGRÉSSION ROE= f(Propriété familiale = DUMFAM)

CANADA

COUNTRY = CAN

	Mean	Std. Deviation	N
ROE	-1.6538	48.53424	476
SIC1	.24	.430	476
SIC2	.15	.355	476
SIC3	.16	.363	476
SIC4	.13	.337	476
SIC5	.08	.275	476
SIC6	.13	.332	476
SIC7	.08	.271	476
SIC8	.03	.180	476
INSTOWN	6.7187	19.50554	476
LNASSET	19.3470	2.01658	476
DEBTEQU	389.7368	7421.10661	476
DUMFAM	.29	.456	476

a. COUNTRY = CAN

		ROE	SIC1	SIC2	SIC3	SIC4	SIC5	SIC6	SIC7	SIC8	INSTOWN	LNASSET	DEBTEQU	DUMFAM
Pearson Correlation	ROE	1.000	-.139	.069	.016	.026	.050	-.133	-.061	-.119	.041	.286	-.081	.147
	SIC1	-.139	1.000	-.236	-.244	-.220	-.170	-.216	-.167	-.106	-.046	.207	-.028	-.130

	SIC2	.069	-.236	1.000	-.178	-.161	-.124	-.158	-.122	-.077	-.058	.025	-.019	.175
	SIC3	.016	-.244	-.178	1.000	-.166	-.128	-.163	-.126	-.080	-.074	-.037	-.026	-.010
	SIC4	.026	-.220	-.161	-.166	1.000	-.116	-.147	-.114	-.072	-.083	.167	.122	-.099
	SIC5	.050	-.170	-.124	-.128	-.116	1.000	-.113	-.088	-.056	-.027	.003	-.012	.043
	SIC6	.133	-.216	-.158	-.163	-.147	-.113	1.000	-.112	-.071	.356	.289	-.013	.074
	SIC7	-.061	-.167	-.122	-.126	-.114	-.088	-.112	1.000	-.055	-.052	-.120	-.013	.014
	SIC8	-.119	-.106	-.077	-.080	-.072	-.056	-.071	-.055	1.000	-.013	-.135	-.008	-.044
	INSTOWN	.041	-.046	-.058	-.074	-.083	-.027	.356	-.052	-.013	1.000	.160	-.013	-.220
	LNASSET	.286	-.207	.025	-.037	.167	.003	.289	-.120	-.135	.160	1.000	.046	.076
	DEBTEQU	-.081	-.028	-.019	-.026	.122	-.012	-.013	-.013	-.008	-.013	.046	1.000	-.030
	DUMFAM	.147	-.130	.175	-.010	-.099	.043	.074	.014	-.044	-.220	.076	-.030	1.000
	ROE		.001	.067	.365	.286	.140	.002	.091	.005	.187	.000	.039	.001
	SIC1	.001		.000	.000	.000	.000	.000	.010	.158	.000	.270	.002	
	SIC2	.067	.000		.000	.000	.003	.000	.004	.046	.103	.297	.338	.000
	SIC3	.365	.000	.000		.000	.003	.000	.003	.041	.054	.208	.284	.416
	SIC4	.286	.000	.000	.000		.006	.001	.006	.058	.035	.000	.004	.015
	SIC5	.140	.000	.003	.003	.006		.007	.028	.113	.277	.472	.395	.477
	SIC6	.002	.000	.000	.000	.001	.007		.007	.061	.000	.000	.392	.053
	SIC7	.091	.000	.004	.003	.006	.028	.007		.116	.127	.005	.386	.380
	SIC8	.005	.010	.046	.041	.058	.113	.061	.116		.385	.002	.427	.471
	INSTOWN	.187	.158	.103	.054	.035	.277	.000	.127	.385		.000	.392	.000
	LNASSET	.000	.000	.297	.208	.000	.472	.000	.005	.002	.000		.156	.049
	DEBTEQU	.039	.270	.338	.284	.004	.395	.392	.386	.427	.392	.156		.259
	DUMFAM	.001	.002	.000	.416	.015	.177	.053	.380	.171	.000	.049	.259	
	ROE	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476
	SIC1	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476
	SIC2	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476
	SIC3	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476
	SIC4	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476
	SIC5	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476
	SIC6	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476
	SIC7	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476
	SIC8	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476
	INSTOWN	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476
	LNASSET	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476
	DEBTEQU	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476
	DUMFAM	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476	.476

Sig. (1-tailed)

N

a COUNTRY = CAN

Variables Entered/Removed(b,c)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DUMFAM, SIC3, DEBTEQU, SIC8, SIC7, SIC5, LNASSET, INSTOWN, SIC2, SIC4, SIC6, SIC1(a)		Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: ROE

c COUNTRY = CAN

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	Change Statistics			Sig. F Change
						F Change	df1	df2	
1	.352(a)	.124	.101	46.01710	.124	5.449	12	463	.000

a Predictors: (Constant), DUMFAM, SIC3, DEBTEQU, SIC8, SIC7, SIC5, LNASSET, INSTOWN, SIC2, SIC4, SIC6, SIC1

b COUNTRY = CAN

ANOVA(b,c)

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	138460,105	12	11538.342	5.449	.000(a)
	Residual	980436,616	463	2117.574		
	Total	1118896,722	475			

a Predictors: (Constant), DUMFAM, SIC3, DEBTEQU, SIC8, SIC7, SIC5, LNASSET, INSTOWN, SIC2, SIC4, SIC6, SIC1

b Dependent Variable: ROE

c COUNTRY = CAN

Coefficients(a,b)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-79.978	49.952		-1.601	.110
	SIC1	-43.777	46.282	-.388	-.946	.345
	SIC2	-32.211	46.502	-.235	-.693	.489
	SIC3	-34.471	46.439	-.258	-.742	.458
	SIC4	-36.176	46.586	-.251	-.777	.438
	SIC5	-30.170	46.730	-.171	-.646	.519
	SIC6	-30.572	46.658	-.209	-.655	.513
	SIC7	-42.943	46.697	-.240	-.920	.358
	SIC8	-58.747	47.470	-.218	-1.238	.217
	INSTOWN	1.924E-02	.121	.008	1.59	.874

LNASSET	5.802	1.153		.241	5.033	.000
DEBTEQU	-.001	.000		-.090	-2.057	.040
DUMFAM	11.498	4.964		.108	2.316	.021

a Dependent Variable: ROE

b COUNTRY = CAN

ANNEXE 5 : RÉGRÉSSION ROE= f(Propriété familiale = DUMFAM)

ÉTATS -UNIS

Descriptive Statistics(a)

	Mean	Std. Deviation	N
ROE	.5514	3.74677	434
SIC1	.04	.194	434
SIC2	.25	.435	434
SIC3	.29	.452	434
SIC4	.13	.336	434
SIC5	.10	.296	434
SIC6	.13	.341	434
SIC7	.05	.220	434
SIC8	.01	.117	434
INSTOWN	26.3794	23.39753	434
LNASSET	16.0917	1.77076	434
DEBTEQU	.8050	1.52933	434
DUMFAM	.21	.408	434

a COUNTRY = US

Correlations(a)

		ROE	SIC1	SIC2	SIC3	SIC4	SIC5	SIC6	SIC7	SIC8	INSTOWN	LNASSET	DEBTEQU	DUMFAM
Pearson Correlation	ROE	1.000	.021	.013	-.060	-.050	.075	-.006	.072	-.020	.153	.388	-.053	.166
	SIC1	.021	1.000	-.118	-.128	-.078	-.066	-.079	-.047	-.024	.020	.011	-.011	-.075
	SIC2	.013	-.118	1.000	-.357	-.224	-.191	-.229	-.135	-.069	.055	-.104	-.028	.155
	SIC3	-.060	-.128	-.357	1.000	-.243	-.207	-.248	-.146	-.075	-.012	-.202	-.057	-.013
	SIC4	-.050	-.078	-.224	-.243	1.000	-.126	-.151	-.089	-.046	-.106	.087	.031	-.181
	SIC5	.075	-.066	-.191	-.207	-.126	1.000	-.129	-.076	-.039	.098	-.053	-.081	.042
	SIC6	-.006	-.079	-.229	-.248	-.151	-.129	1.000	-.091	-.047	-.084	.340	.141	-.053
	SIC7	.072	-.047	-.135	-.146	-.089	-.076	-.091	1.000	-.027	.052	-.003	.020	.113
	SIC8	-.020	-.024	-.069	-.075	-.046	-.039	-.047	-.027	1.000	-.004	.043	.005	-.013
	INSTOWN	.153	.020	.055	-.012	-.106	.098	-.084	.052	-.004	1.000	-.096	-.087	.296
	LNASSET	.388	.011	-.104	-.202	.087	-.053	.340	-.003	.043	-.096	1.000	.102	.111
	DEBTEQU	-.053	-.011	-.028	-.057	.031	-.081	.141	.020	.005	-.087	.102	1.000	-.050
	DUMFAM	.166	-.075	.155	-.013	-.181	.042	-.053	-.113	-.013	.296	.111	-.050	1.000
	Sig. (1- tailed)	ROE		.333	.391	.106	.150	.059	.453	.068	.341	.001	.000	.336
SIC1		.333		.007	.004	.053	.085	.049	.166	.310	.339	.412	.408	.060

SIC2	.391	.007	.000	.000	.000	.000	.000	.002	.076	128	.015	.280	.001
SIC3	.106	.004	.000	.000	.000	.000	.000	.001	.060	.401	.000	.119	.397
SIC4	.150	.053	.000	.000	.004	.001	.032	.172	.013	.035	.262	.000	
SIC5	.059	.085	.000	.000	.004	.004	.058	.210	.020	.133	.047	.191	
SIC6	.453	.049	.000	.000	.001	.004	.029	.167	.040	.000	.002	.137	
SIC7	.068	.166	.002	.001	.032	.058	.029	.285	.139	.474	.343	.009	
SIC8	.341	.310	.076	.060	.172	.210	.167	.285	.466	.188	.459	.397	
INSTOWN	.001	.339	.128	.401	.013	.020	.040	.139	.466	.022	.035	.000	
LNASSET	.000	.412	.015	.000	.035	.133	.000	.474	.188	.022	.017	.010	
DEBTEQU	.136	.408	.280	.119	.262	.047	.002	.343	.459	.035	.017	.150	
DUMFAM	.000	.060	.001	.397	.000	.191	.137	.009	.397	.000	.010	.150	
ROE	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
SIC1	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
SIC2	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
SIC3	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
SIC4	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
SIC5	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
SIC6	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
SIC7	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
SIC8	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
INSTOWN	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
LNASSET	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
DEBTEQU	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
DUMFAM	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434

a COUNTRY = US

Variables Entered/Removed(b,e)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DUMFAM, SIC8, DEBTEQU, SIC1, SIC5, SIC7, LNASSET, SIC4, INSTOWN, SIC2, SIC6, SIC3(a)		Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: ROE

c COUNTRY = US

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				Sig. F Change
					R Square Change	F Change	df1	df2	
1	.475(a)	.226	.204	3.34306	.226	10.241	12	421	.000

a Predictors: (Constant), DUMFAM, SIC8, DEBTEQU, SIC1, SIC5, SIC7, LNASSET, SIC4, INSTOWN, SIC2, SIC6, SIC3
 b COUNTRY = US

ANOVA(b,c)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1373.470	12	114.456	10.241	.000(a)
	Residual	4705.113	421	11.176		
	Total	6078.582	433			

a Predictors: (Constant), DUMFAM, SIC8, DEBTEQU, SIC1, SIC5, SIC7, LNASSET, SIC4, INSTOWN, SIC2, SIC6, SIC3

b Dependent Variable: ROE

c COUNTRY = US

Coefficients(a,b)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-15.972	3.802		-4.201	.000
	SIC1	.367	3.483	.019	.105	.916
	SIC2	.390	3.384	.045	.115	.908
	SIC3	.286	3.382	.035	.085	.933
	SIC4	-.545	3.419	-.049	-.159	.873
	SIC5	.995	3.433	.079	.290	.772
	SIC6	-1.242	3.423	-.113	-.363	.717
	SIC7	1.107	3.475	.065	.319	.750
	SIC8	-1.108	3.656	-.035	-.303	.762
	INSTOWN	2.475E-02	.007	.155	3.377	.001
	LNASSET	.983	.101	.465	9.773	.000
	DEBTEQU	-.144	.107	-.059	-1.349	.178
DUMFAM	.317	.436	.034	.727	.468	

a Dependent Variable: ROE

b COUNTRY = US

ANNEXE 6 : RÉGRESSION Q= f(Propriété familiale = DUMFAM)

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Q2	8,0641	18,90007	956
SIC1	,16	,363	956
SIC2	,19	,396	956
SIC3	,21	,408	956
SIC4	,13	,334	956
SIC5	,09	,285	956
SIC6	,13	,334	956
SIC7	,07	,252	956
SIC8	,03	,160	956
INSTOWN	15,4895	23,31762	956
LNASSET	17,7808	2,49613	956
DEBTEQU	211,4902	5252,63542	956
DUMFAM	,25	,434	956

Correlations

	Q2	SIC1	SIC2	SIC3	SIC4	SIC5	SIC6	SIC7	SIC8	INSTOWN	LNASSET	DEBTEQU	DUMFAM
Pearson Correlation	Q2	1,000	-,051	-,061	,028	-,084	-,033	,072	,138	-,020	,085	-,014	,009
	SIC1	-,051	1,000	-,211	-,222	-,164	-,134	-,164	-,116	-,070	-,138	,061	-,016
	SIC2	-,061	-,211	1,000	-,247	-,188	-,154	-,188	-,133	-,081	,061	-,107	,135
	SIC3	,028	-,222	-,247	1,000	-,197	-,161	-,197	-,139	-,085	,039	-,182	-,022
	SIC4	-,084	-,164	-,188	-,197	1,000	-,119	-,146	-,103	-,063	-,083	,102	,086
	SIC5	-,033	-,134	-,154	-,161	-,119	1,000	-,119	-,084	-,051	,044	-,031	,047
	SIC6	,072	-,164	-,188	-,197	-,146	-,119	1,000	-,103	-,063	,114	,235	-,010
	SIC7	,138	-,116	-,133	-,139	-,103	-,084	-,103	1,000	-,044	-,029	-,027	-,009
	SIC8	-,020	-,070	-,081	-,085	-,063	-,051	-,063	-,044	1,000	-,042	-,012	-,010
	INSTOWN	,085	-,138	,061	,039	-,083	,044	,114	-,029	-,042	1,000	-,240	-,023
	LNASSET	-,014	,061	-,107	-,182	,102	-,031	,235	-,027	-,012	-,240	1,000	,051
	DEBTEQU	,009	-,016	-,017	-,023	,086	-,010	-,010	-,009	,010	-,023	,051	1,000
	DUMFAM	,009	-,090	,135	-,022	-,128	,047	,031	,054	-,020	-,010	,145	-,013
Sig. (1-tailed)	Q2	,	,057	,030	,197	,005	,155	,014	,013	,000	,270	,004	,331
	SIC1	,057	,	,000	,000	,000	,000	,000	,015	,000	,030	,313	,008
	SIC2	,030	,000	,	,000	,000	,000	,000	,006	,029	,000	,302	,000
	SIC3	,197	,000	,000	,	,000	,000	,000	,004	,116	,000	,238	,251

SIC4	,005	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,001	,026	,005	,001	,004	,000
SIC5	,155	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,005	,057	,087	,172	,381	,073
SIC6	,014	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,001	,026	,000	,000	,379	,172
SIC7	,013	,000	,000	,000	,001	,005	,001	,000	,086	,186	,203	,389	,048
SIC8	,000	,015	,006	,004	,026	,057	,026	,086	,000	,098	,358	,376	,272
INSTOWN	,270	,000	,029	,116	,005	,087	,000	,186	,098	,000	,000	,234	,375
LNASSET	,004	,030	,000	,000	,001	,172	,000	,203	,358	,000	,000	,056	,000
DEBTEQU	,331	,313	,302	,238	,004	,381	,379	,389	,376	,234	,056	,000	,340
DUMFAM	,385	,003	,000	,251	,000	,073	,172	,048	,272	,375	,000	,340	,000
Q2	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956
SIC1	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956
SIC2	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956
SIC3	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956
SIC4	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956
SIC5	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956
SIC6	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956
SIC7	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956
SIC8	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956
INSTOWN	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956
LNASSET	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956
DEBTEQU	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956
DUMFAM	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956	956

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DUMFAM, INSTOWN, DEBTEQU, SIC8, SIC7, SIC5, SIC6, SIC4, LNASSET, SIC1, SIC2, SIC3(a)		Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Q2

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,236(a)	,056	,044	18,48152

a Predictors: (Constant), DUMFAM, INSTOWN, DEBTEQU, SIC8, SIC7, SIC5, SIC6, SIC4, LNASSET, SIC1, SIC2, SIC3

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	19040,673	12	1586,723	4,645	,000(a)
	Residual	322097,419	943	341,567		

Total	341138,092	955
-------	------------	-----

a Predictors: (Constant), DUMFAM, INSTOWN, DEBTEQU, SIC8, SIC7, SIC5, SIC6, SIC4, LNASSET, SIC1, SIC2, SIC3

b Dependent Variable: Q2

Coefficients(a)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
(Constant)	24,398	11,675			2,090	,037
SIC1	-.31,117	10,813	-.597		-2,878	,004
SIC2	-.30,267	10,742	-.634		-2,818	,005
SIC3	-.26,746	10,730	-.577		-2,493	,013
SIC4	-.33,184	10,835	-.586		-3,063	,002
SIC5	-.30,291	10,894	-.456		-2,780	,006
SIC6	-.25,998	10,849	-.459		-2,396	,017
SIC7	-.23,267	10,956	-.310		-2,124	,034
SIC8	-.12,487	11,326	-.105		-1,102	,271
INSTOWN	-.7,243E-03	,027	-.009		-.267	,789
LNASSET	,698	,265	,092		2,634	,009
DEBTEQU	-.4,746E-05	,000	-.013		-.415	,678
DUMFAM	-.438	1,431	-.010		-.306	,759

a Dependent Variable: Q2

CANADA
COUNTRY = CAN

Descriptive Statistics(a)

	Mean	Std. Deviation	N
Q2	11,5001	24,06972	522
SIC1	,25	,435	522
SIC2	,15	,353	522
SIC3	,15	,355	522
SIC4	,13	,333	522
SIC5	,08	,275	522
SIC6	,12	,328	522
SIC7	,08	,275	522
SIC8	,04	,187	522
INSTOWN	6,4355	18,99297	522

SIC5	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522
SIC6	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522
SIC7	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522
SIC8	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522
INSTOWN	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522
L.NASSET	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522
DEBTEQU	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522
DUMFAM	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522	522

a COUNTRY = CAN

Variables Entered/Removed(b,c)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DUMFAM, SIC3, DEBTEQU, SIC8, SIC7, SIC5, LNASSET, INSTOWN, SIC2, SIC4, SIC6, SIC1(a)		Enter
a All requested variables entered.			
b Dependent Variable: Q2			
c COUNTRY = CAN			

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.324(a)	.105	.084	23.03704

a Predictors: (Constant), DUMFAM, SIC3, DEBTEQU, SIC8, SIC7, SIC5, LNASSET, INSTOWN, SIC2, SIC4, SIC6, SIC1

b COUNTRY = CAN

ANOVA(b,c)

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	31713,240	12	2642,770	4,980	.000(a)
1 Residual	270128,975	509	530,705		
Total	301842,215	521			

a Predictors: (Constant), DUMFAM, SIC3, DEBTEQU, SIC8, SIC7, SIC5, LNASSET, INSTOWN, SIC2, SIC4, SIC6, SIC1

b Dependent Variable: Q2

c COUNTRY = CAN

Coefficients(a,b)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	58,067	18,297			3,174	.002
SIC1	-40,517	16,506	-.732		-2,455	.014

SIC2	-38,836	16,665	-.570	-2.330	.020
SIC3	-28,821	16,640	-.425	-1.732	.084
SIC4	-41,060	16,746	-.567	-2.452	.015
SIC5	-38,185	16,809	-.437	-2.272	.024
SIC6	-28,632	16,776	-.391	-1.707	.088
SIC7	-25,313	16,761	-.289	-1.510	.132
SIC8	-16,174	17,197	-.126	-.941	.347
INSTOWN	,109	,059	,086	1,855	,064
LNASSET	-.666	,531	-.058	-1,255	,210
DEBTEQU	-3,141E-05	,000	-.009	-.219	,826
DUMFAM	,691	2,389	,013	,289	,773

a Dependent Variable: Q2

b COUNTRY = CAN

ANNEXE 7 : REGRÉSSION Q= f(Propriété familiale = DUMFAM)

ETAT-UNIS
COUNTRY = US

Descriptive Statistics(a)

	Mean	Std. Deviation	N
Q2	3,9314	7,70720	434
SIC1	,04	,194	434
SIC2	,25	,435	434
SIC3	,29	,452	434
SIC4	,13	,336	434
SIC5	,10	,296	434
SIC6	,13	,341	434
SIC7	,05	,220	434
SIC8	,01	,117	434
INSTOWN	26,3794	23,39753	434
LNASSET	16,0917	1,77076	434
DEBTEQU	,8050	1,52933	434
DUMFAM	,21	,408	434

a. COUNTRY = US

Correlations(a)

		Q2	SIC1	SIC2	SIC3	SIC4	SIC5	SIC6	SIC7	SIC8	INSTOWN	LNASSET	DEBTEQU	DUMFAM
Pearson Correlation	Q2	1,000	,011	,067	,015	-,002	,015	,009	-,195	-,011	,019	-,046	,047	-,051
	SIC1	,011	1,000	-,118	-,128	-,078	-,066	-,079	-,047	-,024	,020	,011	-,011	-,075
	SIC2	,067	-,118	1,000	-,357	-,224	-,191	-,229	-,135	-,069	,055	-,104	-,028	,155
	SIC3	,015	-,128	-,357	1,000	-,243	-,207	-,248	-,146	-,075	-,012	-,202	-,057	-,013
	SIC4	-,002	-,078	-,224	-,243	1,000	-,126	-,151	-,089	-,046	-,106	,087	,031	-,181
	SIC5	,015	-,066	-,191	-,207	-,126	1,000	-,129	-,076	-,039	,098	-,053	-,081	,042
	SIC6	,009	-,079	-,229	-,248	-,151	-,129	1,000	-,091	-,047	-,084	,340	,141	-,053
	SIC7	-,195	-,047	-,135	-,146	-,089	-,076	-,091	1,000	-,027	,052	-,003	,020	,113
	SIC8	-,011	-,024	-,069	-,075	-,046	-,039	-,047	-,027	1,000	-,004	,043	,005	-,013
	INSTOWN	,019	,020	,055	-,012	-,106	,098	-,084	,052	-,004	1,000	-,096	-,087	,296
	LNASSET	-,046	,011	-,104	-,202	,087	-,053	,340	-,003	,043	-,096	1,000	,102	,111
	DEBTEQU	,047	-,011	-,028	-,057	,031	-,081	,141	,020	,005	-,087	,102	1,000	-,050
	DUMFAM	-,051	-,075	,155	-,013	-,181	,042	-,053	,113	-,013	,296	-,111	-,050	1,000
	Sig. (1- tailed)	Q2		,414	,082	,376	,482	,374	,422	,000	,408	,348	,170	,165
SIC1		,414		,007	,004	,053	,085	,049	,166	,310	,339	,412	,408	,060

SIC2	,082	,007	,000	,000	,000	,000	,000	,002	,076	,128	,015	,280	,001
SIC3	,376	,004	,000	,000	,000	,000	,000	,001	,060	,401	,000	,119	,397
SIC4	,482	,053	,000	,000	,004	,001	,032	,172	,013	,035	,262	,000	
SIC5	,374	,085	,000	,000	,004	,004	,058	,210	,020	,133	,047	,191	
SIC6	,422	,049	,000	,000	,001	,004	,029	,167	,040	,000	,002	,137	
SIC7	,000	,166	,002	,001	,032	,058	,029	,285	,139	,474	,343	,009	
SIC8	,408	,310	,076	,060	,172	,210	,167	,285	,466	,188	,459	,397	
INSTOWN	,348	,339	,128	,401	,013	,020	,040	,139	,466	,022	,035	,000	
LNASSET	,170	,412	,015	,000	,035	,133	,000	,474	,188	,022	,017	,010	
DEBTEQU	,165	,408	,280	,119	,262	,047	,002	,343	,459	,035	,017	,150	
DUMFAM	,144	,060	,001	,397	,000	,191	,137	,009	,397	,000	,010	,150	
Q2	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434
SIC1	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434
SIC2	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434
SIC3	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434
SIC4	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434
SIC5	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434
SIC6	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434
SIC7	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434
SIC8	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434
INSTOWN	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434
LNASSET	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434
DEBTEQU	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434
DUMFAM	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434

a COUNTRY = US

Variables Entered/Removed(b,c)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DUMFAM, SIC8, DEBTEQU, SIC1, SIC5, SIC7, LNASSET, SIC4, INSTOWN, SIC2, SIC6, SIC3(a)		Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Q2

c COUNTRY = US

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,218(a)	,048	,020	7,62794

a Predictors: (Constant), DUMFAM, SIC8, DEBTEQU, SIC1, SIC5, SIC7, LNASSET, SIC4, INSTOWN, SIC2, SIC6, SIC3

b COUNTRY = US

ANOVA(b,c)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1224,495	12	102,041	1,754	,054(a)
	Residual	24496,108	421	58,186		
	Total	25720,602	433			

a Predictors: (Constant), DUMFAM, SIC8, DEBTEQU, SIC1, SIC5, SIC7, LNASSET, SIC4, INSTOWN, SIC2, SIC6, SIC3

b Dependent Variable: Q2

c COUNTRY = US

Coefficients(a,b)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	3,177	8,675		,366	,714
SIC1	3,438	7,946	,087	,433	,665
SIC2	4,036	7,721	,228	,523	,601
SIC3	3,246	7,717	,191	,421	,674
SIC4	3,068	7,801	,134	,393	,694
SIC5	3,526	7,834	,135	,450	,653
SIC6	3,467	7,811	,153	,444	,657
SIC7	-3,280	7,930	-,093	-,414	,679
SIC8	2,489	8,343	,038	,298	,766
INSTOWN	1,318E-02	,017	,040	,788	,431
LNASSET	-,174	,230	-,040	-,758	,449
DEBTEQU	,288	,244	,057	1,181	,238
DUMFAM	-,842	,995	-,045	-,846	,398

a Dependent Variable: Q2

b COUNTRY = US

ANNEXE 8 : RÉGRÉSSION ROA= f(Propriété familiale = DUMFAM)

CANADA

COUNTRY = CAN

Descriptive Statistics(a)

	Mean	Std. Deviation	N
ROA	-6.8940	138.47812	489
SIC1	.24	.428	489
SIC2	.15	.353	489
SIC3	.15	.359	489
SIC4	.13	.342	489
SIC5	.08	.274	489
SIC6	.13	.333	489
SIC7	.08	.274	489
SIC8	.03	.183	489
INSTOWN	6.5401	19.27437	489
LNASSET	19.3372	2.04206	489
DEBTEQU	410.5978	7342.43332	489
DUMFAM	.29	.456	489

a COUNTRY = CAN

Correlations(a)

		ROA	SIC1	SIC2	SIC3	SIC4	SIC5	SIC6	SIC7	SIC8	INSTOWN	LNASSET	DEBTEQU	DUMFAM
Pearson Correlation	ROA	1.000	.011	.036	.027	-.107	.020	.028	-.005	-.024	.020	.132	.002	.052
	SIC1	.011	1.000	-.232	-.238	-.223	-.168	-.215	-.168	-.107	-.044	-.191	-.030	-.134
	SIC2	.036	-.232	1.000	-.174	-.163	-.123	-.157	-.123	-.078	-.056	.032	-.019	.179
	SIC3	.027	-.238	-.174	1.000	-.167	-.126	-.161	-.126	-.080	-.070	-.034	-.027	-.010
	SIC4	-.107	-.223	-.163	-.167	1.000	-.118	-.151	-.118	-.075	-.085	.162	.116	-.111
	SIC5	.020	-.168	-.123	-.126	-.118	1.000	-.114	-.089	-.057	-.027	-.002	-.013	.036
	SIC6	.028	-.215	-.157	-.161	-.151	-.114	1.000	-.114	-.072	.349	.282	-.014	.091
	SIC7	-.005	-.168	-.123	-.126	-.118	-.089	-.114	1.000	-.057	-.054	-.145	-.015	.004
	SIC8	-.024	-.107	-.078	-.080	-.075	-.057	-.072	-.057	1.000	-.015	-.129	.010	-.025
	INSTOWN	.020	-.044	-.056	-.070	-.085	-.027	.349	-.054	-.015	1.000	.158	-.014	-.217
	LNASSET	.132	-.191	.032	-.034	.162	-.002	.282	-.145	-.129	.158	1.000	.045	.083
	DEBTEQU	.002	-.030	-.019	-.027	.116	-.013	-.014	-.015	.010	-.014	.045	1.000	-.023
	DUMFAM	.052	-.134	.179	-.010	-.111	.036	.091	.004	-.025	-.217	.083	-.023	1.000
	ROA		.400	.216	.278	.009	.326	.265	.456	.299	.333	.002	.485	.125

1	.193(a)	.037	.013	137.58618	.037	1.529	12	476	110
---	---------	------	------	-----------	------	-------	----	-----	-----

a Predictors: (Constant), DUMFAM, SIC7, DEBTEQU, SIC8, SIC5, SIC6, SIC3, LNASSET, INSTOWN, SIC4, SIC2, SIC1

b COUNTRY = CAN

ANOVA(b,c)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	347321.292	12	28943.441	1.529	.110(a)
	Residual	9010658.956	476	18929.956		
	Total	9357980.247	488			

a Predictors: (Constant), DUMFAM, SIC7, DEBTEQU, SIC8, SIC5, SIC6, SIC3, LNASSET, INSTOWN, SIC4, SIC2, SIC1

b Dependent Variable: ROA

c COUNTRY = CAN

Coefficients(a,b)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-172.124	148.717		-1.157	.248
	SIC1	-38.991	138.366	-.121	-.282	.778
	SIC2	-41.993	139.011	-.107	-.302	.763
	SIC3	-39.654	138.832	-.103	-.286	.775
	SIC4	-96.474	139.180	-.238	-.693	.489
	SIC5	-41.288	139.645	-.082	-.296	.768
	SIC6	-58.054	139.420	-.140	-.416	.677
	SIC7	-41.848	139.497	-.083	-.300	.764
	SIC8	-52.217	141.700	-.069	-.369	.713
	INSTOWN	2.080E-02	.361	.003	.058	.954
	LNASSET	11.008	3.350	.162	3.287	.001
	DEBTEQU	2.038E-04	.001	.011	.238	.812
	DUMFAM	8.978	14.695	.030	.611	.542

a Dependent Variable: ROA

b COUNTRY = CAN

ANNEXE 9 : RÉGRESSION ROA= f(Propriété familiale = DUMFAM)

ÉTAT-UNIS

Descriptive Statistics(a)

	Mean	Std. Deviation	N
ROA	.2848	1.43630	434
SIC1	.04	.194	434
SIC2	.25	.435	434
SIC3	.29	.452	434
SIC4	.13	.336	434
SIC5	.10	.296	434
SIC6	.13	.341	434
SIC7	.05	.220	434
SIC8	.01	.117	434
INSTOWN	26.3794	23.39753	434
LNASSET	16.0917	1.77076	434
DEBTEQU	.8050	1.52933	434
DUMFAM	.21	.408	434

a. COUNTRY = US

Correlations(a)

	ROA	SIC1	SIC2	SIC3	SIC4	SIC5	SIC6	SIC7	SIC8	INSTOWN	LNASSET	DEBTEQU	DUMFAM
ROA	1.000	.042	.003	-.054	-.067	.086	-.029	.089	.018	.179	.531	-.034	.323
SIC1	.042	1.000	-.118	-.128	-.078	-.066	-.079	-.047	-.024	.020	.011	-.011	-.075
SIC2	.003	-.118	1.000	-.357	-.224	-.191	-.229	-.135	-.069	.055	-.104	-.028	.155
SIC3	-.054	-.128	-.357	1.000	-.243	-.207	-.248	-.146	-.075	-.012	-.202	-.057	.013
SIC4	-.067	-.078	-.224	-.243	1.000	-.126	-.151	-.089	-.046	-.106	.087	.031	-.181
SIC5	.086	-.066	-.191	-.207	-.126	1.000	-.129	-.076	-.039	.098	-.053	-.081	.042
SIC6	-.029	-.079	-.229	-.248	-.151	-.129	1.000	-.091	-.047	-.084	.340	.141	-.053
SIC7	.089	-.047	-.135	-.146	-.089	-.076	-.091	1.000	-.027	.052	-.003	.020	.113
SIC8	.018	-.024	-.069	-.075	-.046	-.039	-.047	-.027	1.000	-.004	.043	.005	-.015
INSTOWN	.179	.020	.055	-.012	-.106	.098	-.084	.052	-.004	1.000	-.096	-.087	.296
LNASSET	.531	.011	-.104	-.202	.087	-.053	.340	-.003	.043	-.096	1.000	.102	.111
DEBTEQU	-.034	-.011	-.028	-.057	.031	-.081	.141	.020	.005	-.087	.102	1.000	-.050
DUMFAM	.323	-.075	.155	-.013	-.181	.042	-.053	.113	-.013	.296	.111	-.050	1.000
Pearson Correlation													
Sig. (1-tailed)													
ROA		.192	.479	.133	.082	.037	.273	.032	.352	.000	.000	.238	.000
SIC1	.192		.007	.004	.053	.085	.049	.166	.310	.339	.412	.408	.060

SIC2	.479	.007	.000	.000	.000	.000	.000	.002	.076	.128	.015	280	.001
SIC3	.133	.004	.000	.000	.000	.000	.000	.001	.060	.401	.000	119	.397
SIC4	.082	.053	.000	.000	.004	.001	.032	.172	.013	.035	.035	262	.000
SIC5	.037	.085	.000	.000	.004	.004	.058	.210	.020	.133	.047	191	.191
SIC6	.273	.049	.000	.000	.001	.004	.029	.167	.040	.000	.002	137	.137
SIC7	.032	.166	.002	.001	.032	.058	.029	.285	.139	.474	.343	.009	.009
SIC8	.352	.310	.076	.060	.172	.210	.167	.285	.466	.188	.459	.397	.397
INSTOWN	.000	.339	.128	.401	.013	.020	.040	.139	.466	.022	.035	.000	.000
LNASSET	.000	.412	.015	.000	.035	.133	.000	.474	.188	.022	.017	.010	.010
DEBTEQU	.238	.408	.280	.119	.262	.047	.002	.343	.459	.035	.017	.150	.150
DUMFAM	.000	.060	.001	.397	.000	.191	.137	.009	.397	.000	.010	.150	.150
ROA	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
SIC1	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
SIC2	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
SIC3	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
SIC4	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
SIC5	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
SIC6	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
SIC7	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
SIC8	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
INSTOWN	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
LNASSET	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
DEBTEQU	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434
DUMFAM	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434	.434

a COUNTRY = US

Variables Entered/Removed(b,c)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DUMFAM, SIC8, DEBTEQU, SIC1, SIC5, SIC7, LNASSET, SIC4, INSTOWN, SIC2, SIC6, SIC3(a)		Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: ROA

c COUNTRY = US

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				Sig. F Change
					R Square Change	F Change	df1	df2	
1	.658(a)	.432	.416	1.09745	.432	26.721	12	421	.000

a Predictors: (Constant), DUMFAM, SIC8, DEBTEQU, SIC1, SIC5, SIC7, LNASSET, SIC4, INSTOWN, SIC2, SIC6, SIC3

b COUNTRY = US

ANOVA(b,c)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	386.202	12	32.184	26.721	.000(a)
	Residual	507.055	421	1.204		
	Total	893.257	433			

a Predictors: (Constant), DUMFAM, SIC8, DEBTEQU, SIC1, SIC5, SIC7, LNASSET, SIC4, INSTOWN, SIC2, SIC6, SIC3

b Dependent Variable: ROA

c COUNTRY = US

Coefficients(a,b)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-7.624	1.248		-6.108	.000
	SIC1	-.112	1.143	-.015	-.098	.922
	SIC2	-.360	1.111	-.109	-.324	.746
	SIC3	-.268	1.110	-.084	-.241	.809
	SIC4	-.699	1.122	-.163	-.623	.534
	SIC5	-2.508E-02	1.127	-.005	-.022	.982
	SIC6	-1.203	1.124	-.285	-1.070	.285
	SIC7	-4.082E-02	1.141	-.006	-.036	.971
	SIC8	-.492	1.200	-.040	-.410	.682
	INSTOWN	8.955E-03	.002	.146	3.721	.000
	LNASSET	.497	.033	.613	15.054	.000
	DEBTEQU	-3.555E-02	.035	-.038	-1.013	.312
	DUMFAM	.636	.143	.180	4.446	.000

a Dependent Variable: ROA

b COUNTRY = US

ANNEXE 10 : REGRÉSSION ROE= f(Contrôle familial = FAMCONTR)

Echantillon canadien entier

Notes

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	FCONTRDU, SIC7, DEBTEQU, SIC8, LNASSET, SIC5, SIC1, INSTOWN, SIC4, SIC2, SIC6, SIC3(a)		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: ROE

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.274(a)	.075	.063	34,19160

a. Predictors: (Constant), FCONTRDU, SIC7, DEBTEQU, SIC8, LNASSET, SIC5, SIC1, INSTOWN, SIC4, SIC2, SIC6, SIC3

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	84180,179	12	7015,015	6,001	.000(a)
	Residual	1033454,019	884	1169,066		
	Total	1117634,198	896			

a. Predictors: (Constant), FCONTRDU, SIC7, DEBTEQU, SIC8, LNASSET, SIC5, SIC1, INSTOWN, SIC4, SIC2, SIC6, SIC3

b. Dependent Variable: ROE

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
		B	Std. Error	Beta	t	

1	(Constant)	-38,811	25,982		-1,494	.136
	SIC1	-22,104	24,439	-.222	-.904	.366
	SIC2	-5,963	24,250	-.067	-.246	.806
	SIC3	-7,538	24,256	-.088	-.311	.756
	SIC4	-9,637	24,458	-.092	-.394	.694
	SIC5	-5,872	24,550	-.047	-.239	.811
	SIC6	-6,790	24,458	-.065	-.278	.781
	SIC7	-16,293	24,650	-.115	-.661	.509
	SIC8	-32,185	25,381	-.138	-1,268	.205
	LNASSET	2,666	.499	.190	5,345	.000
	DEBTQU	-.001	.000	-.091	-2,811	.005
	INSTOWN	.088	.052	.058	1,683	.093
	FCONTRDU	.400	.658	.020	.608	.544

a. Dependent Variable: ROE

ANNEXE 11 : RÉGRESSION ROE= f(Contrôle familial = FAMCONTR) par groupe de cotation : cotation seulement sur la place boursière canadienne

COTATION = 0

Variables Entered/Removed(b,c)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	FCONTRDU, SIC7, DEBTQU, SIC5, SIC8, LNASSET, SIC3, INSTOWN, SIC2, SIC4, SIC6, SIC1(a)		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: ROE

c. COTATION = 0

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.356(a)	.127	.100	46,97324

a. Predictors: (Constant), FCONTRDU, SIC7, DEBTQU, SIC5, SIC8, LNASSET, SIC3, INSTOWN, SIC2, SIC4, SIC6, SIC1

b COTATION = 0

ANOVA(b,c)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	126024,230	12	10502,019	4,760	.000(a)
	Residual	869355,363	394	2206,486		
	Total	995379,593	406			

a Predictors: (Constant), FCONTRDU, SIC7, DEBTEQU, SIC5, SIC8, LNASSET, SIC3, INSTOWN, SIC2, SIC4, SIC6, SIC1

b Dependent Variable: ROE

c COTATION = 0

Coefficients(a,b)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-97,690	52,023		-1,878	,061
	SIC1	-42,175	47,322	-,351	-,891	,373
	SIC2	-35,701	47,556	-,252	-,751	,453
	SIC3	-36,949	47,458	-,275	-,779	,437
	SIC4	-42,214	47,665	-,285	-,886	,376
	SIC5	-32,066	47,774	-,186	-,671	,502
	SIC6	-34,045	47,711	-,234	-,714	,476
	SIC7	-43,749	47,718	-,251	-,917	,360
	SIC8	-58,518	48,571	-,223	-1,205	,229
	LNASSET	6,863	1,327	,272	5,171	,000
	DEBTEQU	-,001	,000	-,096	-2,017	,044
	INSTOWN	,004	,138	,001	,026	,979
	FCONTRDU	11,032	5,232	,105	2,109	,036

a Dependent Variable: ROE

b COTATION = 0

ANNEXE 12 : RÉGRESSION ROE= f(Contrôle familial = FAMCONTR) par groupe de cotation : cotation conjointe

COTATION = 1

Variables Entered/Removed(b,c)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	FCONTRDU, SIC4, SIC5, SIC7, LNASSET, INSTOWN, SIC3, SIC2, DEBTQU, SIC6(a)		Enter

a. Tolerance = .000 limits reached.

b. Dependent Variable: ROE

c. COTATION = 1

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,789(a)	,622	,552	28.66699

a. Predictors: (Constant), FCONTRDU, SIC4, SIC5, SIC7, LNASSET, INSTOWN, SIC3, SIC2, DEBTQU, SIC6

b. COTATION = 1

ANOVA(b,c)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	72953,770	10	7295,377	8,877	,000(a)
	Residual	44377,007	54	821,796		
	Total	117330,777	64			

a. Predictors: (Constant), FCONTRDU, SIC4, SIC5, SIC7, LNASSET, INSTOWN, SIC3, SIC2, DEBTQU, SIC6

b. Dependent Variable: ROE

c. COTATION = 1

Coefficients(a,b)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	41,246	45,934		,898	,373
	SIC2	27,702	12,047	,244	2,299	,025
	SIC3	26,639	11,972	,206	2,225	,030
	SIC4	25,263	11,722	,215	2,155	,036
	SIC5	1,890	29,425	,005	,064	,949
	SIC6	12,937	18,611	,088	,695	,490

SIC7	-4,205	21,582	-.017	-.195	.846
LNASSET	-3,307	2,311	-.163	-1,431	.158
DEBTEQU	,188	,026	.709	7,321	.000
INSTOWN	-.129	.213	-.063	-.606	.547
FCONTRDU	8,126	9,296	.082	,874	.386

a Dependent Variable: ROE

b COTATION = 1

Excluded Variables(b,c)

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics Tolerance
1	SIC1	.(a)				.000

a Predictors in the Model: (Constant), FCONTRDU, SIC4, SIC5, SIC7, LNASSET, INSTOWN, SIC3, SIC2, DEBTEQU, SIC6

b Dependent Variable: ROE

c COTATION = 1

ANNEXE 12 : REGRÉSSION ROE= f(Propriété familiale = FAMOWN) par groupe de cotation : cotation singulière

Regression ROE – FAMOWN ; FILTER = COTATION

COTATION = 0

Variables Entered/Removed(b,c)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	FAMOWN, SIC7, DEBTEQU, SIC8, SIC5, INSTOWN, SIC3, LNASSET, SIC2, SIC4, SIC6, SIC1(a)		Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: ROE

c COTATION = 0

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.346(a)	.120	.093	46.99453

a Predictors: (Constant), FAMOWN, SIC7, DEBTEQU, SIC8, SIC5, INSTOWN, SIC3, LNASSET, SIC2, SIC4, SIC6, SIC1

b COTATION = 0

ANOVA(b,c)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	119976,758	12	9998,063	4,527	,000(a)
	Residual	881185,851	399	2208,486		
	Total	1001162,609	411			

a Predictors: (Constant), FAMOWN, SIC7, DI:BTLEQU, SIC8, SIC5, INSTOWN, SIC3, LNASSET, SIC2, SIC4, SIC6, SIC1

b Dependent Variable: ROE

c COTATION = 0

Coefficients(a,b)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-97,863	52,035		-1,881	,061
	SIC1	-40,731	47,327	-,341	-,861	,390
	SIC2	-32,130	47,532	-,228	-,676	,499
	SIC3	-35,194	47,468	-,262	-,741	,459
	SIC4	-41,414	47,679	-,279	-,869	,386
	SIC5	-29,926	47,752	-,176	-,627	,531
	SIC6	-31,066	47,697	-,214	-,651	,515
	SIC7	-41,640	47,724	-,239	-,873	,383
	SIC8	-58,064	48,589	-,221	-1,195	,233
	LNASSET	6,906	1,326	,273	5,207	,000
	DI:BTLEQU	-,001	,000	-,097	-2,050	,041
	INSTOWN	-,028	,133	-,011	-,214	,831
	FAMOWN	,095	,094	,050	1,007	,315

a Dependent Variable: ROE

b COTATION = 0

ANNEXE 13 : RÉGRESSION ROE= f(Propriété familiale = FAMOWN) par groupe de cotation : cotation conjointe

COTATION = 1

Variables Entered/Removed(b,c)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method

1	FAMOWN, LNASSET, SIC7, SIC8, SIC5, SIC3, SIC4, INSTOWN, DEBT/EQU, SIC2, SIC6(a)		Enter
---	--	--	-------

a Tolerance = ,000 limits reached.

b Dependent Variable: ROE

c COTATION = 1

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,790(a)	,624	,548	28,64659

a Predictors: (Constant), FAMOWN, LNASSET, SIC7, SIC8, SIC5, SIC3, SIC4, INSTOWN, DEBT/EQU, SIC2, SIC6

b COTATION = 1

ANOVA(b,c)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	73641,496	11	6694,681	8,158	,000(a)
	Residual	44313,852	54	820,627		
	Total	117955,348	65			

a Predictors: (Constant), FAMOWN, LNASSET, SIC7, SIC8, SIC5, SIC3, SIC4, INSTOWN, DEBT/EQU, SIC2, SIC6

b Dependent Variable: ROE

c COTATION = 1

Coefficients(a,b)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	48,000	43,792		1,096	,278
	SIC2	27,888	11,932	,246	2,337	,023
	SIC3	24,889	12,126	,192	2,053	,045
	SIC4	23,609	12,011	,200	1,966	,054
	SIC5	,790	29,377	,002	,027	,979
	SIC6	14,291	18,168	,097	,787	,435
	SIC7	-3,213	21,384	-,013	-,150	,881
	SIC8	-34,122	31,615	-,099	-1,079	,285

LNASSET	-3,590	2,229	-,176	-1,610	,113
DEBTQU	,192	,025	,727	7,538	,000
INSTOWN	-,149	,206	-,075	-,722	,473
FAMOWN	,189	,206	,082	,918	,363

a. Dependent Variable: ROE

b. COTATION = 1

Excluded Variables(b,c)

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
					Tolerance
1	SIC1	.(a)			,000

a. Predictors in the Model: (Constant), FAMOWN, LNASSET, SIC7, SIC8, SIC5, SIC3, SIC4, INSTOWN, DEBTQU, SIC2, SIC6

b. Dependent Variable: ROE

c. COTATION = 1

ANNEXE 14 : RÉGRESSION ROE= f(Propriété familiale = DUMFAM) par groupe de cotation : cotation singulière

Regression ROE_ DUMFAM, FILTER COTATION

COTATION = 0

Variables Entered/Removed(b,c)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DUMFAM, SIC7, DEBTQU, SIC8, SIC5, SIC6, SIC4, LNASSET, SIC3, INSTOWN, SIC2, SIC1(a)		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: ROE

c. COTATION = 0

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,354(a)	,125	,099	46,96424

a Predictors: (Constant), DUMFAM, SIC7, DEBTEQU, SIC8, SIC5, SIC6, SIC4, LNASSET, SIC3, INSTOWN, SIC2, SIC1
 b COTATION = 0

ANOVA(b,c)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	125206,959	12	10433,913	4,731	,000(a)
	Residual	875639,133	397	2205,640		
	Total	1000846,092	409			

a Predictors: (Constant), DUMFAM, SIC7, DEBTEQU, SIC8, SIC5, SIC6, SIC4, LNASSET, SIC3, INSTOWN, SIC2, SIC1
 b Dependent Variable: ROE
 c COTATION = 0

Coefficients(a,b)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-98,149	52,088		-1,884	,066
	SIC1	-41,662	47,303	-,348	-,881	,379
	SIC2	-34,259	47,519	-,243	-,721	,471
	SIC3	-36,410	47,443	-,271	-,767	,443
	SIC4	-41,630	47,654	-,280	-,874	,383
	SIC5	-31,555	47,732	-,185	-,661	,509
	SIC6	-32,578	47,681	-,223	-,683	,495
	SIC7	-43,024	47,701	-,246	-,902	,368
	SIC8	-58,992	48,561	-,224	-1,215	,225
	LNASSET	6,894	1,340	,269	5,145	,000
	DEBTEQU	-,001	,000	-,096	-2,032	,043
	INSTOWN	,001	,135	,000	,004	,997
	DUMFAM	9,378	5,413	,087	1,733	,084

a Dependent Variable: ROE
 b COTATION = 0

ANNEXE 15 : RÉGRESSION ROE= f(Propriété familiale = DUMFAM) par groupe de cotation : cotation conjointe
 COTATION = 1

Variables Entered/Removed(b,c)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method

1	DUMFAM, SIC3, LNASSET, SIC8, SIC5, SIC7, SIC4, INSTOWN, SIC2, DEBTQU, SIC6(a)		Enter
---	---	--	-------

a Tolerance = ,000 limits reached.

b Dependent Variable: ROE

c COTATION = 1

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,788(a)	,621	,543	28,78497

a Predictors: (Constant), DUMFAM, SIC3, LNASSET, SIC8, SIC5, SIC7, SIC4, INSTOWN, SIC2, DEBTQU, SIC6

b COTATION = 1

ANOVA(b,c)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig
1	Regression	73212,311	11	6655,665	8,033	,000(a)
	Residual	44743,037	54	828,575		
	Total	117955,348	65			

a Predictors: (Constant), DUMFAM, SIC3, LNASSET, SIC8, SIC5, SIC7, SIC4, INSTOWN, SIC2, DEBTQU, SIC6

b Dependent Variable: ROE

c COTATION = 1

Coefficients(a,b)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig
1	(Constant)	45,939	46,234		,994	,325
	SIC2	28,278	12,427	,249	2,276	,027
	SIC3	25,571	12,188	,197	2,098	,041
	SIC4	25,132	11,886	,213	2,114	,039
	SIC5	1,187	29,527	,003	,040	,968
	SIC6	13,666	19,252	,093	,710	,481
	SIC7	-3,608	21,867	-,015	-,165	,870
	SIC8	-33,872	31,853	-,098	-1,063	,292

LNASSET	-3,501	2,334	-,172	-1,500	,139
DEBTEQU	,189	,026	,716	7,340	,000
INSTOWN	-,137	,220	-,069	-,624	,535
DUMFAM	5,598	9,956	,055	,562	,576

a Dependent Variable: ROI;

b COTATION = 1

Excluded Variables(b,c)

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics Tolerance
1 SIC1	(a)				,000

a Predictors in the Model: (Constant), DUMFAM, SIC3, LNASSET, SIC8, SIC5, SIC7, SIC4, INSTOWN, SIC2, DEBTEQU, SIC6

b Dependent Variable: ROE

c COTATION = 1

BIBLIOGRAPHIE

Anderson, R. C., S. A. Mansi, et al. (2003). "Founding family ownership and the agency cost of debt." *Journal of Financial Economics* 68(2): 263-285.

Anderson, R. C. et D. M. Reeb (2003). "Founding family ownership, corporate diversification and firm leverage." *Journal of Law and Economics* 46(2): 653-684.

Anderson, R. C. et D. M. Reeb (2003). "Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500." *The Journal of Finance* 58(3): 1301.

Aoki, M. (1994). *The Japanese firm as a system of attributes: a survey and research agenda. The Japanese Firm: Sources of Competitive Strength.* M. Aoki, Dore, M. Oxford, Oxford University Press: 11-40.

Battacharya, U. et R. B. (2002). *From cronies to professionals: The Evolution of the family owned firm.* Social Science Research Network Electronic Working Paper Series.

Bebchuk, L. A. et M. J. Roe (1999). "A theory of path dependence in corporate ownership and governance." *Stanford Law Review* 52(1): 127-170.

Becht, M., M. K. Bolton, et al. (2002). *Corporate Governance and Control.* European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Finance.

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

Bertrand, M. et S. Mullainathan (2002). "Pyramids." MIT Department of Economics Working Paper 02-32.

Bhagat, S., B. Black, et al. (2004). "Relational investing and firm performance." *Journal of Financial Research* 27(1).

Burkart, M., F. Panuzi et al. (2003). "Family Firms". *Journal of Finance*, Vol. LVIII, No.5.

Calpers (2005). *Corporate Governance, Executive Compensation: Strategic Plan.*

Campbell, I., Terry L. and P. Y. Keys (2002). "Corporate governance in South Korea: the chaebol experience." *Journal of Corporate Finance* 8(4): 373-391.

- Campello, M. (2003). "Capital structure and product markets interactions: evidence from business cycles." *Journal of Financial Economics* 68(3): 353.
- Chant, J. F. (2003). "Corporate Lending and Bank Linkages in Canada: Some First Results." Bank of Canada Conference: "The Evolving Financial System and Public Policy".
- Chirinko, R. et H. Schaller (2004). "A Revealed Preference Approach to Understanding Corporate Governance Problems: Evidence from Canada." *Journal of Financial Economics* 74(1): 181.
- Chung, K. et S. Pruitt (1994). "A Simple Approximation of Tobin's Q", *Financial Management* 23, Iss. 3
- Claessens, S., S. Djankov, et al. (2002). "Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings." *The Journal of Finance* 57(6): 2741.
- Claessens, S., S. Djankov, et al. (2000). "The separation of ownership and control in East Asian corporations." *Journal of Financial Economics* 58(1): 81-112.
- Coffee, J. C. (2001). *Do Norms Matter?: A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control*. Columbia Law and Economics Working Paper.
- Coffee, J. C. J. (2001). "The rise of dispersed ownership: The roles of law and the state in the separation of ownership and control." *Yale Law Journal* 111(1): 1-81.
- Coffee, J. C. J. (2000). *Convergence and its critics*. Columbia Center for Law and Economics. New York City.
- Coffee, J. C. J. (1999). "The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications." *Northwestern University Law*
- Cronqvist, H. et M. Nilsson (2003). "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(4): 695.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, et al. (2002). "Asset liquidity, debt covenants, and managerial discretion in financial distress: the collapse of L.A. Gear." *Journal of Financial Economics* 64(1): 3-34.
- Demsetz, H. et K. Lehn (1985). "The structure of corporate ownership: Causes and consequences." *Journal of Political Economy* 93: 1155-1177.

- Demsetz, H. et B. Villalonga (2001). "Ownership structure and corporate performance." *Journal of Corporate Finance* 7(3): 209-233.
- Djankov, S., E. Glaeser, et al. (2003). "The New Comparative Economics." *Journal of Comparative Economics* 31(4): 595-619.
- Doidge, C. (2004). "U.S. cross-listings and the private benefits of control: evidence from dual-class firms*1." *Journal of Financial Economics* 72(3): 519-553.
- Doidge, C., A. G. Karolyi, et al. (2004). "Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?" *Journal of Financial Economics* 71(2): 205-236.
- Domowitz, I., J. Glen, et al. (1998). "International cross--listing and order flow migration: Evidence from an emerging market." *The Journal of Finance* 53(6): 2001.
- Dow, S. et J. McGuire (2004). "When Do Owners Make a Difference: A Comparison of Bank-Centered versus Market Centered Governance." *Financial Management Association Annual Meetings*.
- Dow, S. et J. McGuire (2004). "Corporate Governance and Interlisted Stocks: The Persistence of Country Specific Traits." *Financial Management Association Annual Meetings*.
- Dow, S. et J. McGuire (Under Review 2005). ""Corporate Governance and Embeddedness: The Persistence of Country Specific Traits"." *Journal of Corporate Finance*.
- Dow, S. et J. McGuire (1999). "The sources and advantages of Japanese industrial organization." *Asia Pacific Journal of Management* 16(1): 47-74.
- Eisenhardt, K. (1989). "Agency theory: An assessment and review." *Academy of Management Review* 14: 57-74.
- Faccio, M., H. P. Lang, et al. (2001). "Dividends and Expropriation." *American Economic Review* 91(1): 51.
- Faccio, M. et L. H. P. Lang (2002). "The ultimate ownership of Western European corporations." *Journal of Financial Economics* 65(3): 365-395.
- Fama, E. et M. Jensen (1983). "The separation of ownership and control." *Journal of Law and Economics* 26: 301-325.

- Fama, E. (1980). "Agency problems and the theory of the firm." *Journal of Political Economy*: 288-307.
- Gadhoun, Y. L. Lang et al. (2005). "Who Controls Us?". *European Financial Management*, Vol11, No. 3.
- Gadhoun, Y. et N. Attig. (2004). " Effects of Large Shareholding on Information Asymmetry and Stock Liquidity ". SSRN Working Paper.
- Gadhoun, Y. et M. Ayadi. (2003). "Ownership Structure and Risk: A Canadian Empirical Analysis ". *Quarterly Journal of Business and Economics*.
- Gadhoun, Y. et N. Attig. (2003). " The Governance of Canadian Traded Firms: An Analysis of the Ultimate Ownership Structure". SSRN Working Paper.
- Gedajlovic, E. et D. Shapiro (1998). "Management and ownership effects Evidence from five countries." *Strategic Management Journal* 19(6): 533-553.
- Gedajlovic, E. et J. McGuire (1993). The separation of ownership and control: Germany and the United States. Academy of Management annual meeting, Atlanta, GA.
- Gersick, K. E., J. A. Davis, et al. (1997). *Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business*. Boston, MA, Harvard University Press.
- Getz, K. A. et R. J. Volkema (2001). "Culture, perceived corruption, and economics." *Business and Society* 40(1): 7-21.
- Ghoshal, S. et P. Moran (1996). "Bad for practice: A critique of the transaction cost theory." *Academy of Management Review* 21(1): 13-47.
- Giannetti, M. (2003). "Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(1): 185-212.
- Gibbs, P. (1993). "Determinants of corporate restructuring: The relative importance of corporate governance, takeover threat, and free cash flow." *Strategic Management Journal* 14: 51-68.
- Gomez-Mejia, L. R., M. Nunez-Nickel, et al. (2001). "The role of family ties in agency contracts." *Academy of Management Journal* 44(1): 81-95.

Gompers, P., J. Ishii, et al. (2004) "Corporate governance and equity prices." *The Quarterly Journal of Economics* 118(1): 107.

Gompers, P. A., J. Ishii, et al. (2004). *Incentives vs. Control: An Analysis of U.S. Dual-Class Companies*. NBER Working Paper. Cambridge, MA.

Gompers, P. A., J. L. Ishii, et al. (2003). "Corporate Governance and Equity Prices." *Quarterly Journal of Economics* 118(1): 107-118.

Hart, O. (1988). "Capital structure as a control mechanism in corporations." *Canadian Journal of Economics* 3: 467-475.

Hermalin, B. et N. Wallace (2001). "Firm performance and executive compensation in the savings and loan industry." *Journal of Financial Economics* 61(1): 139-170.

Herman, E. S. (1981). *Corporate Control, Corporate Power*. New York:, Cambridge University Press.

Himmelberg, C., R. G. Hubbard, et al. (1999). "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance." *Journal of Financial Economics* 53: 333-384.

Holderness, C. G. and D. P. Sheehan (1988). "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis." *Journal of Financial Economics* 20(1,2): 317.

Holderness, C. and D. Sheehan (1991). "Monitoring an owner: The case of Turner Broadcasting." *Journal of Financial Economics* 30: 325-346.

Holderness, C. G. (2003). "A Survey of Blockholders and Corporate Control." *FRBNY Economic Policy Review*: 51-63.

Isagawa, N. (2002). "Callable convertible debt under managerial entrenchment." *Journal of Corporate Finance* 8(3): 255-270.

Jensen, G., D. Solberg, et al. (1992). "Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27: 247-261.

Jensen, M. (2001). "Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function." *European Financial Management* 7(3): 297-317.

Jensen, M. et K. Murphy (1990). "Performance and top management incentives." *Journal of Political Economy* 98(2): 225-264.

Jensen, M. (1986). "Agency costs of free cashflow, corporate finance and takeovers." *AEA Papers and Proceedings*: 323-329.

Jensen, M. et C. M. Smith (1985). Stockholder, manager, and creditor interests: Applications of agency theory. *Recent Advances in Corporate Finance*. E. Altman, Subrahmanyam, M. Homewood, II, Irwin.

Jensen, M. et W. Meckling (1976). "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs, and ownership structure." *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.

Khambata, D. et D. M. Reeb (2000). "Financial aspects of the multinational firm: A synthesis." *Multinational Business Review* 8(1): 74-86.

King, M. R. et Segal (2003). "Corporate Governance, International Cross Listing and Home Bias." *Canadian Investment Review* 16(4): 8.

King, S. (2003). "Organizational performance and conceptual capability: The relationship between organizational performance and successors' capability in a family-owned firm." *Family Business Review* 16(3): 173.

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, et al. (2002). "Investor Protection and Corporate Valuation." *Journal of Finance* 57(3): 1147-1170.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, et al. (2000). "Investor protection and corporate governance." *Journal of Financial Economics* 58(1,2): 3-27.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, et al. (2000). "Tunneling" *American Economic Review*, Vol.90, Iss.2.

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, et al. (1999). "Corporate Ownership Around the World." *Journal of Finance* 54(2): 471-517.

La Porta, R., F. Lopez de Silanes, et al. (1998). "Law and finance." *Journal of Political Economy* 106(6): 1113-1155.

Lee, K. S., G. H. Lim, et al. (2003). "Family business succession: Appropriation risk and choice of successor." *The Academy of Management Review* 28(4): 657.

Lemmon, M. L. et K. V. Lins (2003). "Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis." *The Journal of Finance* 58(4): 1445.

Lewis, P. et H. Thomas (1990). "The linkage between strategy, strategic groups, and performance in the UK retail grocery industry." *Strategic Management Journal* 11(5): 385.

Lindenberg, E. et S. Ross (1981). "Tobins Q ratio and industrial organization." *Journal of Business* 53: 1-32.

Lubatkin, M., P. Lane, et al. (2002). A nationally embedded corporate governance model using US, Swedish, and French historical international data. Academy of Management Annual Meetings, Denver, CO.

McGuire, J. et S. Dow (2002). "The Japanese Keiretsu System: A Comparative Analysis." *Journal of Business Research* 55,(1): 33-40.

McGuire, J. et S. Dow (2003). "The persistence and implications of Japanese keiretsu organization." *Journal of International Business Studies* 34: 374-388.

McGuire, J., P.-Y. Gomez, et al. (2003). Shareholder Protection and Firm Performance. Academy of Management, Seattle.

McGuire, J., T. Schneeweis, et al. (1988). "Corporate social responsibility and firm financial performance." *Academy of Management Journal* 31(4): 854-872.

Morck, R., D. Wolfenzon, et al. (2004). "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth". NBER Working Paper Series. Cambridge, MA.

Morck, R., M. Percy, et al. (2004). "The Rise and Fall of the Widely Held Firm – A History of Corporate Ownership in Canada". NBER Working Paper Series, Cambridge, MA, 10635.

Morck, R. et B. Yeung (2003). "Family Control and The Rent Seeking Society." *Entrepreneurship Theory and Practice*.

Morck, R., D. Strangeland, et al. (2000). "Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease? Concentrated Corporate Ownership". R. Morck. Chicago, University of Chicago Press.

- Morck, R., D. Strangeland, et al. (1998). "Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease? " NBER Working Paper Series. Cambridge, MA.
- Morck, R., A. Shleifer, et al. (1988). "Management ownership and market valuation: An empirical Analysis." *Journal of Financial Economics* 20: 293-313.
- Perold, A. (2002). "Ford Motor Company's Value Enhancement Plan". *Harvard Business Review*, 9-201-079.
- Shleifer, A. et D. Wolfenzon (2002). "Investor protection and equity markets." *Journal of Financial Economics* 66(1): 3-27.
- Shleifer, A. et R. Vishny (1997). "A survey of corporate governance." *Journal of Finance* 52(2): 737-783.
- Singh, M. et W. N. D. III (2003). "Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms." *Journal of Banking & Finance* 27(5): 793.
- Wojcik, D., G. I. Clark, et al. (2005). "Corporate Governance and Cross-Listing: Evidence from European Companies." SSRN Working Paper: 1-31.
- Young, M., M. Peng, et al. (2002). Principal-principal agency. *Academy of Management Annual Meetings*, Denver, CO.
- Villalonga, B et R. Amit (2004). "How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?". SSRN Working Paper.
- Wolfenzon, D., R. Mork et al. (2004). "Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth". NBER Working Paper No. 10692, Cambridge, MA.
- Zajac, E. J. et J. D. Westphal (1994). The costs and benefits of managerial incentives: When is more not better? *Strategic Management Journal*: 121-142.
- Zingales, L. (2000). "In search of new foundations." *Journal of Finance* 55(4): 1623-1653.