

**MEMOIRE DE RECHERCHE**

**INVESTISSEURS ETRANGERS ET ASYMETRIES D'INFORMATION**

L'impact de la structure de propriété des entreprises chinoises sur la composition des  
syndicats bancaires

Sous la co-direction de  
M. Christophe J. GODLEWSKI et M. Laurent WEILL

Université de Strasbourg  
Master *Finance d'entreprise et pratique des marchés financiers – Parcours recherche*

# REMERCIEMENTS

Je souhaite remercier les personnes qui m'ont aidé tout au long de l'élaboration de ce mémoire :

-Le professeur Laurent Weill qui a accepté la direction de ce travail, dont l'aide et les judicieux conseils m'ont, à plusieurs reprises, été essentiels pour m'orienter dans la bonne direction.

-Le professeur Christophe J. Godlewski, co-directeur du mémoire, pour sa disponibilité tout au long de mes recherches et ses conseils pour mener à bien l'étude empirique.

-L'ensemble du corps enseignant du Master Finance d'entreprise et pratique des marchés financiers.

-Mes parents qui ont eu la gentillesse de relire, en entier, ce mémoire.

<b>INTRODUCTION</b>	p.3
<b>CHAPITRE 1 Investisseurs étrangers et domestiques : qui a l'avantage informationnel?</b>	p.9
1 – Le coût informationnel pour un investisseur étranger	p.9
2 – Acquisition de l'information et expertise des investisseurs étrangers	p.12
3 – L'importance des différences culturelles, linguistiques et géographiques dans les décisions des investisseurs	p.13
4 – Asymétrie d'information entre investisseurs étrangers et domestiques en Asie	p.14
<b>CHAPITRE 2 Asymétries d'information et structure des syndicats bancaires</b>	p.20
1 – La formation d'un syndicat bancaire : principes	p.20
2 – Etude des asymétries d'information à partir de la structure des syndicats	p.21
3 – L'influence de l'environnement juridique et des caractéristiques de l'emprunteur sur la structure des syndicats	p.23
<b>CHAPITRE 3 Concentration de l'actionnariat et importance des risques d'agence</b>	p.26
1 – Les facteurs propres à l'émergence d'un actionnaire majoritaire concentré	p.26
2 – Concentration de l'actionnaire majoritaire et valeur de l'entreprise	p.30
3 – Concentration de l'actionnariat et structure de la dette de l'entreprise	p.41
<b>CHAPITRE 4 La Chine : un environnement financier où les risques d'agence sont particulièrement importants</b>	p.44
1 – Le processus de privatisation des anciennes entreprises d'Etat	p.44
2 – Les risques d'agence au sein des entreprises chinoises	p.46
<b>CHAPITRE 5 Concentration de l'actionnariat et composition des syndicats bancaires : une approche empirique</b>	p.58
1 – Données et statistiques de l'échantillon	p.58
2 – Le modèle empirique	p.61
3 – Estimations et résultats	p.65
4 – Tests de robustesse	p.71
<b>CONCLUSION</b>	p.75
<b>REFERENCES</b>	p.76
<b>ANNEXES</b>	p.81
<b>TABLE DES MATIERES</b>	p.86

## Introduction

Les entreprises chinoises ont connu des réformes importantes depuis le début des années 1990. Les grandes entreprises d'Etat ont été restructurées, le pouvoir de décision a été décentralisé du gouvernement à leur profit, leurs unités opérationnelles ont été transformées en filiales, réorganisées en sociétés à responsabilité limitée et, pour la majorité d'entre elles, progressivement introduites en bourse. Des règles de gouvernance d'entreprise ont été édictées (Qian, 1995) dont la plupart sont basées sur les standards en vigueur dans les pays anglo-saxons. L'organe de décision est un conseil d'administration, des administrateurs indépendants doivent être nommés, un conseil de supervision s'assure de la régularité des documents comptables, les entreprises sont auditées par des professionnels indépendants (Chen et al., 2006). Des efforts ont été réalisés afin de mieux protéger les droits des investisseurs. La Commission de régulation des titres financiers (*CSRC* en anglais) a vu son pouvoir renforcé depuis que la loi sur « Les titres financiers » de 1998 l'a instituée comme régulateur principal des marchés financiers. Son rôle, outre d'édicter des règlements, est d'enquêter (et éventuellement de punir) en cas de soupçon de fraude ou de mauvaise pratique provenant d'une entreprise cotée. Son organisation est calquée sur celle de la *Security Exchange Commission* aux Etats-Unis et de la *Securities and Futures Commission* (SFC) de Hong Kong.

Ces réformes associées au potentiel de croissance de l'économie chinoise ne manquent pas d'attirer les investisseurs étrangers. La Chine ouvre très prudemment son marché au reste du monde mais cette tendance s'est accélérée depuis son adhésion à l'OMC en 2001. Notamment, le marché des prêts syndiqués a connu, comme dans le reste du monde, un développement spectaculaire en très peu d'années : de 2005 à 2008, l'encours des prêts syndiqués en Chine a été multiplié par quatre (source *China Banking Regulatory Commission*). De 2009 à 2010, le marché a encore connu une hausse de 87% pour atteindre 7,11% du total des prêts aux entreprises (source *China Banking Association*). Un prêt syndiqué correspond à un prêt bancaire accordé par au moins deux institutions financières dans le cadre d'un unique contrat de dette. Chaque membre du syndicat finance ainsi une fraction du montant total du crédit à l'emprunteur. Ce type d'instrument de dette présente notamment l'avantage d'une meilleure diversification du portefeuille de prêts des banques du syndicat (Simons, 1993).

Malgré l'intensité des réformes et l'attrait pour un investisseur étranger que représentent les entreprises chinoises, les risques d'un investissement demeurent élevés. L'environnement juridique et réglementaire est toujours faiblement protecteur des droits des créanciers (Allen et al., 2005). Les actions en justice devant les juridictions civiles restent une exception (Chen et al. 2006). La gouvernance d'entreprise est dans les faits encore lacunaire : le président du conseil d'administration concentre tous les pouvoirs, tandis que le conseil de supervision n'a qu'un rôle de contrôle très superficiel (Fan et al., 2007), les sociétés d'audit manquent de qualifications du fait de la jeunesse de la profession (Allen et al., 2005), certains modes de gestion – comme les bureaux de gestion d'actifs étatiques – incitent trop faiblement à la performance (Chen et al., 2009), la structure pyramidale des groupes chinois entraîne une séparation du pouvoir de contrôle et des droits aux résultats financiers propice à l'expropriation des actifs des sociétés cotées (Watanabe, 2010 ; Jiang et al., 2010 ; Fan et al., 2005), le parti communiste et l'Etat tendent encore à s'immiscer dans la politique commerciale des entreprises (Fan et al., 2007 ; Chang et Wong, 2004).

L'investissement en Chine suppose donc une connaissance fine du fonctionnement des entreprises locales, des conventions juridiques, voire même de la culture sociale du pays. De ce fait, un investisseur étranger peut souffrir d'asymétries d'information par rapport à son homologue local. Ce déficit d'information peut conduire à deux problèmes bien connus : la sélection adverse et l'aléa moral. Si les banques étrangères ont moins d'information privée sur les entreprises locales, elles leur appliquent indistinctement une tarification moyenne. Les meilleurs emprunteurs refusent ces offres et le marché sélectionne automatiquement les plus mauvais projets. Ce phénomène est anticipé par les banques qui n'octroient pas de prêt. L'aléa moral, quant à lui, est un problème dont l'origine repose sur la façon dont les fonds seront utilisés une fois le prêt attribué. Si les banques étrangères bénéficient moins d'information privée, elles ont plus de difficulté à anticiper ce type de comportement chez l'emprunteur. Dans la littérature financière, la question de l'avantage informationnel entre investisseurs domestiques et étrangers n'est pas tranchée. Les investisseurs locaux peuvent avoir une meilleure connaissance des activités des entreprises domestiques, ils n'ont pas de difficultés à interpréter les documents comptables, et possèdent une connaissance fine des conventions juridiques particulières et de la culture commerciale du pays (Brennan et Cao, 1997 ; Hau, 2001 ; Dvořák, 2005). Cependant, les investisseurs étrangers

possèdent dans certains cas un plus fort niveau d'expertise que leurs homologues domestiques, ce qui peut leur donner un avantage décisif pour acquérir l'information (Grinblatt et Keloharju, 2000 ; Froot et Ramadorai, 2001). Il n'en demeure pas moins que les facteurs culturels, géographiques et linguistiques pèsent sur les décisions d'investissement (Grinblatt et Keloharju, 2001) : les études empiriques menées sur la Chine tendent plutôt à montrer que les investisseurs étrangers souffrent d'asymétries d'information (Chakravarty et al. 1998 ; Chan et al., 2007).

Certaines caractéristiques des entreprises locales peuvent réduire ces asymétries d'information. Au Japon, les investisseurs américains sont concentrés dans les plus grandes entreprises, qui présentent moins de risque spécifique, et qui sont fortement exportatrices (Kang et Stulz, 1997). Certaines caractéristiques permettent donc aux entreprises locales de se « signaler » aux investisseurs étrangers disposant de moins d'information. En particulier, leur structure de propriété peut leur permettre d'émettre un tel signal car celle-ci a un effet important sur les risques d'agence. Une entreprise peut être vue comme un nœud de contrats incomplets où les différentes parties prenantes – principalement le dirigeant, les actionnaires et les créanciers – ont des intérêts divergents et ne disposent pas du même degré d'information (Jensen et Meckling, 1976). Si la séparation de la propriété et du contrôle est forte, le dirigeant de l'entreprise, considéré comme un *insider*, peut utiliser l'information dont il dispose à son avantage pour retirer des bénéfices privés de son activité au détriment des autres parties prenantes. Ce coût d'agence est anticipé par les actionnaires externes et les créanciers. La littérature financière montre que la structure de propriété de l'entreprise peut permettre de réduire ou d'exacerber ces risques d'agence.

Notamment, la concentration de l'actionnariat a des implications importantes sur les incitations à l'effort du dirigeant. Dans une structure de propriété concentrée, l'actionnaire majoritaire est financièrement incité à fermement contrôler l'action du dirigeant. En outre, la concentration rend plus probable l'éviction de celui-ci s'il ne poursuit pas la politique optimale de maximisation de la valeur de l'entreprise (Shleifer et Vishny, 1986). Toutefois, une structure de propriété trop concentrée peut le désinciter à fournir les efforts adéquats, ce qui réduit les performances de l'entreprise (Burkhardt et al., 1997). De surcroît, elle est souvent associée à une forte séparation entre pouvoir de contrôle et droit aux résultats financiers, ce qui incite à l'expropriation des autres parties prenantes (Bebchuk, 1999, 2000). La question de

l'impact sur les risques d'agence de la concentration de l'actionnariat reste donc à trancher.

Les banques étrangères devraient particulièrement être incitées à prendre en compte la structure de propriété des entreprises chinoises lorsqu'elles souffrent d'asymétries d'information. Si certains types de structures de propriété permettent de réduire les risques d'agence, ils devraient être favorisés par les investisseurs étrangers car ils leur renvoient un signal positif qui réduit leur désavantage informationnel. Généralement, la question des asymétries d'information en fonction de la nationalité des investisseurs est analysée du point de vue des actionnaires. Gehrig (1993) propose deux explications à cela. D'une part, l'horizon temporel d'un opérateur de marché est très court, notamment comparé à celui d'un créancier. D'autre part, un investisseur en actions sur les marchés financiers cherche à déterminer la valeur précise d'une entreprise, contrairement à un créancier qui estime une probabilité de défaut. Les asymétries d'information devraient donc être d'une importance moindre pour un créancier. Cependant, cela ne signifie pas qu'elles disparaissent pour les prêteurs mais d'avantage que ceux-ci vont, dans leur phase d'évaluation, utiliser certaines caractéristiques propres des entreprises emprunteuses pour réduire leur désavantage informationnel.

La littérature financière a montré que les prêts syndiqués sont un instrument de dette particulièrement pertinent pour étudier les asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs car celles-ci se traduisent dans la composition des syndicats bancaires. Notamment, plus l'emprunteur est opaque, plus les banques participantes seront proches de lui géographiquement (Sufi, 2007).

Ce mémoire cherche à mettre en évidence les mécanismes par lesquelles les banques étrangères réduisent leur désavantage informationnel à partir des caractéristiques des entreprises. Autrement dit, l'étude met en avant des critères sur la base desquels les institutions financières étrangères sélectionnent leurs emprunteurs. Si les banques étrangères souffrent d'asymétries d'information par rapport aux banques chinoises, elles devraient appuyer leur décision de prêt sur des caractéristiques des entreprises chinoises qui minimisent les risques d'agence. A partir d'un échantillon de sociétés chinoises cotées ayant bénéficié d'un prêt syndiqué sur la période 1999-2009, nous évaluons les caractéristiques des entreprises susceptibles d'exercer un impact positif sur la présence de banques étrangères dans ces opérations de prêt. Les résultats confirment que les banques prennent en compte la structure de

propriété des entreprises lors de la décision d'octroi d'un prêt : plus l'actionnariat est concentré, plus la proportion de banques étrangères est importante au sein des syndicats bancaires. Cela suggère qu'une structure de propriété concentrée réduit les risques d'agence du point de vue d'un créancier. Ce type d'investisseur ne recherchant pas la maximisation de la valeur de l'entreprise, les impacts négatifs de la concentration de l'actionnariat l'affectent dans une moindre mesure<sup>1</sup>. *A contrario*, les créanciers valorisent la présence d'un actionnariat concentré car cela garantit un meilleur contrôle de l'action du dirigeant.

L'étude empirique s'approche d'autres travaux. Notamment, Kang et Stulz (1996) analysent l'impact des caractéristiques des entreprises japonaises sur les décisions des investisseurs américains. Chen, Firth et Xu (2009) trouvent une relation positive entre la concentration de l'actionnariat et la performance des entreprises cotées chinoises. Fungáčová, Godlewski et Weill (2011) concluent que les banques locales n'ont pas d'avantage informationnel en Russie car leur présence dans un syndicat bancaire n'a pas d'influence sur la prime de risque payée par l'emprunteur. Les auteurs ne s'intéressent cependant pas à la structure de propriété des emprunteurs. Enfin, Aslan et Kumar (2008) étudient l'impact de la structure de propriété des entreprises emprunteuses sur la taille des syndicats bancaires, la maturité du prêt et la prime de risque payée mais ne différencient pas les prêteurs selon leur nationalité.

Le mémoire contribue à la littérature financière sur plusieurs aspects. Tout d'abord, il évalue l'impact de la structure de propriété sur les risques d'agence du point de vue des créanciers. Les banques étrangères semblent considérer que les entreprises chinoises dont la structure de propriété est fortement concentrée présentent moins de coûts d'agence. Elles deviennent alors compétitives par rapport aux banques locales et leur proportion augmente dans les syndicats bancaires. Dans un environnement juridique faiblement protecteur des investisseurs, la concentration de l'actionnariat apparaît bénéfique. L'étude montre également comment les banques résolvent les problèmes d'asymétries d'information à partir des caractéristiques de l'emprunteur. Enfin, elle contribue à la littérature financière sur la Chine en apportant une preuve supplémentaire de l'existence d'asymétries d'information entre investisseurs étrangers et domestiques.

---

<sup>1</sup> Cette conclusion serait donc susceptible de différer pour un actionnaire minoritaire.

Le mémoire est organisé comme suit. Le chapitre 1 expose les deux théories relatives aux asymétries d'information entre investisseurs étrangers et domestiques. Le chapitre 2 montre comment les asymétries d'information se traduisent dans la composition des syndicats bancaires. Le chapitre 3 s'intéresse à l'impact de la concentration de l'actionnariat sur les risques d'agence. Le chapitre 4 présente l'importance des risques d'agence au sein des entreprises cotées chinoises. Le chapitre 5 étudie empiriquement comment la structure de propriété des entreprises influence la présence de banques étrangères au sein des syndicats bancaires.

## **Chapitre 1 – Investisseurs étrangers et domestiques : qui a l’avantage informationnel ?**

Deux théories s’opposent concernant le fait de savoir qui possède la meilleure information entre les investisseurs domestiques et étrangers (Kalev et al. 2008). Dans un cas, les investisseurs locaux sont supposés avoir un meilleur accès à l’information concernant les spécificités de l’activité économique et commerciale locale (Brennan et Cao, 1997 ; Hau, 2001 ; Dvořák, 2005). Tandis que l’hypothèse alternative suppose que le niveau d’expertise des investisseurs étrangers leur permet de détenir une meilleure information privée (Grinblatt et Keloharju, 2000 ; Froot et Ramadorai, 2001 ; Karolyi, 2002). Nous résumons les deux théories, en insistant également sur l’importance des facteurs culturels, linguistiques et géographique dans les choix des investisseurs (Grinblatt et Keloharju, 2001) car ils sont susceptibles de jouer un grand rôle en Chine. Puis nous nous intéressons aux études empiriques menées sur cette question en Asie.

### **1 – Le coût informationnel pour un investisseur étranger**

Pour Gehrig (1993) et Brennan et Cao (1997), le biais domestique<sup>2</sup> est la conséquence parfaitement rationnelle d’une augmentation du risque lorsqu’un investissement est réalisé à l’étranger. En investissant dans des actifs étrangers, du fait de leur désavantage informationnel, les investisseurs domestiques font face à plus d’incertitude : il y a un coût informationnel. Plus précisément, pour Gehrig, l’existence d’un biais domestique provient d’une mauvaise spécification des modèles d’évaluation des actifs financiers : en renonçant à l’hypothèse centrale d’information symétrique entre les investisseurs domestiques et étrangers, ceux-ci ne se retrouvent plus, à l’équilibre, devoir posséder la même composition d’actifs risqués. Ce désavantage informationnel pour les investisseurs étrangers trouve son origine dans la meilleure compréhension de la nature de l’activité des entreprises locales par les investisseurs

---

<sup>2</sup> Comme le note Lewis (1999), l’asymétrie d’information entre investisseurs étrangers et domestiques est une hypothèse à l’origine formulée dans le but d’expliquer l’existence d’un biais domestique – c’est-à-dire une surpondération des portefeuilles en actifs domestiques – largement mis en relief par la littérature (par exemple, Levy et Sarnat, 1970).

domestiques. Les étrangers peuvent parfois rencontrer des difficultés pour traduire et interpréter correctement les documents comptables étrangers. Dans certains cas, ceux-ci doivent être interprétés à la lumière de conventions juridiques particulières et d'une culture commerciale locale (Lewis, 1999).

Brennan et Cao justifient également l'existence d'asymétries d'information par le coût d'acquisition de l'information, non pas sur l'économie étrangère en général (qui s'acquière sans effort), mais sur l'activité commerciale particulière des entreprises. Ils développent un modèle dans lequel les agents (domestiques ou étrangers) composent leurs portefeuilles sur la base de l'information privée qu'ils possèdent, de l'information publique et des signaux qu'ils peuvent déduire des mouvements de prix des actifs. Lorsque des signaux se diffusent (information privée, rumeurs, prévisions), les investisseurs réajustent leurs portefeuilles en fonction de leurs nouvelles anticipations. Lorsqu'un signal se réalise effectivement, les investisseurs ajustent à nouveau leur portefeuille pour tenir compte de cette nouvelle information publique. Si les investisseurs domestiques ont plus d'information que les investisseurs étrangers, alors l'amplitude de ce second ajustement doit être plus faible pour cette catégorie d'investisseurs. Cela implique que les étrangers moins bien informés achètent un plus grand volume d'actions lorsqu'une bonne nouvelle survient. Le phénomène symétrique intervient lorsqu'il s'agit d'une mauvaise nouvelle. Il y a donc une corrélation positive entre les volumes d'achat effectués par des étrangers et le rendement du portefeuille de marché domestique.

Brennan et Cao testent leur modèle empiriquement pour valider ou non l'hypothèse d'asymétries d'information. Les résultats sont mitigés concernant les investissements sur des marchés de capitaux au sein de pays développés (Allemagne, Canada, États-Unis, Japon et Royaume-Uni). Les investisseurs américains semblent souffrir d'un désavantage informationnel par rapport aux investisseurs domestiques. Il ne semble cependant pas exister d'asymétries d'information pour les investisseurs étrangers de ces pays développés sur le marché nord-américain. Les résultats concernant les marchés de capitaux des pays émergents sont beaucoup plus probants. Les volumes d'achat des investisseurs américains sont effectivement corrélés aux rendements des indices des marchés émergents. Afin de vérifier que ce ne sont pas les volumes d'achat des investisseurs étrangers qui affectent les indices de marché, les auteurs trouvent également un lien entre les volumes d'achat d'actions des investisseurs américains et le rendement de l'indice de marché local du trimestre précédent. Leur étude suggère

donc l'existence d'asymétries d'information entre investisseurs domestiques et étrangers sur les marchés émergents. Ces résultats sont repris par Lewis (1999) pour qui les coûts informationnels pèsent surtout dans les économies en développement.

Bae, Stulz et Tan (2008) déterminent que la distance affecte la qualité des informations possédées par les analystes financiers. La qualité de l'analyse est déterminée à partir de la précision des prévisions de résultat. Le gain d'être un analyste local se traduit par une précision accrue de 2,3% sur les prévisions des résultats par action. Ces résultats sont conformes à ceux de Malloy (2005) qui s'intéresse à l'impact de la distance entre les analystes et le siège social des entreprises sur la qualité des informations dont ils disposent. La possibilité pour les analystes locaux de rencontrer les dirigeants de l'entreprise, les employés, les concurrents, et d'observer l'activité directement est l'explication la plus plausible pour expliquer cet avantage. Plusieurs tests confirment cet avantage en terme d'information. D'une part, les analystes qui suivent des entreprises locales et étrangères sont plus précis dans leurs prévisions pour les entreprises locales. D'autre part, la prévision des analystes locaux ne dépend pas du fait que leur maison de courtage est locale ou étrangère. Ils acquièrent donc bien l'information en travaillant dans le pays et non pas par les relations commerciales qu'a développée une maison de courtage locale avec les entreprises. Enfin, les analystes étrangers qui au cours de la période testée deviennent des analystes locaux voient une amélioration de la précision de leurs prévisions. De façon intéressante, Bae, Stulz et Tan remarquent que les analystes locaux qui quittent leur pays au cours de la période de l'étude ne perdent pas en précision dans leurs prévisions.

En Finlande, les asymétries d'information sont également plus importantes pour les investisseurs étrangers (Kalev et al., 2008). Les échanges sur la bourse d'Helsinki révèlent que les investisseurs domestiques achètent en moyenne moins chers et vendent plus cher les titres que leurs homologues étrangers<sup>3</sup>. Par exemple, en 2004 (la dernière année de l'échantillon), les investisseurs locaux achetaient en moyenne les titres cotés uniquement sur la place financière finlandaise (moins connus des investisseurs étrangers) 0,11% moins cher<sup>4</sup>. La même année, ils vendaient ces mêmes titres 0,07% plus chers en moyenne. Les investisseurs étrangers souffrent moins d'asymétries d'information sur le titre Nokia : comparativement aux autres titres du

---

<sup>3</sup> La méthodologie utilisée est identique à celle de Choe, Kho et Stulz (2005) exposée plus bas en 4 – A.

<sup>4</sup> Les différences sont statistiquement significatives.

marché, l'écart d'achat et de vente avec les investisseurs locaux est réduit sur l'ensemble de la période de l'étude. Ainsi, en 2004, les investisseurs locaux achetaient le titre seulement 0,003% moins cher en moyenne et le vendaient 0,05% plus cher en moyenne. Le niveau des asymétries d'information dépendent donc des caractéristiques de l'entreprise, et notamment de sa réputation internationale<sup>5</sup>.

Cependant, certaines études concluent au contraire à un avantage informationnel des investisseurs étrangers du fait de leur niveau d'expertise.

## **2 – Acquisition de l'information et expertise des investisseurs étrangers**

Froot et Ramadorai (2001) appuient cette théorie en analysant la relation entre les flux d'investissement de fonds fermés étrangers et les rendements des marchés d'action domestiques. Ils remarquent que les flux étrangers d'investissement précèdent des augmentations de rendement des marchés boursiers locaux. Selon eux, deux explications à ce phénomène sont envisageables : les flux étrangers entraînent des pressions sur les prix ou les flux étrangers prévoient le moment où une amélioration des fondamentaux économiques est perçue de façon diffuse par les acteurs du marché. Sous l'hypothèse de pression sur les prix, les fonds fermés qui investissent dans les actions étrangères devraient connaître une augmentation du *discount* entre la valeur nette totale des actifs et leur cotation sur le *New York Stock Exchange*. A l'inverse, si les flux reflètent la perception d'une amélioration des fondamentaux économiques, le prix des fonds et des actions étrangères devraient évoluer dans des proportions identiques<sup>6</sup>. Leurs données concernent 39 fonds fermés cotés sur le *NYSE* et 25 pays étrangers (8 économies développées et 17 émergentes) sur une période allant du 1<sup>er</sup> août 1994 au 24 décembre 1998. Le *discount* est calculé comme le logarithme népérien de la valeur nette totale des actifs du fonds divisé par son prix. Les auteurs trouvent que la valeur actuelle nette des actions étrangères et la cotation des fonds fermés évoluent dans les mêmes proportions. Les flux d'investissement vers l'étranger n'ont pas d'impact sur le montant du *discount*. Ce résultat est conforme avec l'hypothèse d'un avantage informationnel des investisseurs étrangers. Divers tests de

---

<sup>5</sup> Leader dans la fabrication de téléphones mobiles et coté sur six marchés d'actions différents pendant la période de l'étude, il est raisonnable de penser que Nokia constitue le titre coté sur le *Helsinki Stock Exchange* le mieux connu des investisseurs étrangers.

<sup>6</sup> Remarque : leur analyse repose sur une hypothèse de marchés très efficients.

robustesse sont menés dont principalement l'analyse de l'impact de flux d'investissement à l'intérieur des fonds. Il n'apparaît aucune corrélation entre les flux d'investissement au sein des fonds et les flux d'investissement à l'étranger (ce qui pourrait créer parallèlement des pressions sur les prix des actions étrangères et la cotation des fonds), confirmant ainsi que le lien entre les rendements action des marchés étrangers et les flux d'investissements des fonds est le fait d'un avantage en terme d'information.

Contrairement à Kalev et al. (2008), Grinblatt et Keloharju (2000) concluent à un avantage des investisseurs étrangers sur le marché des actions finlandaises. Ils trouvent que les investisseurs étrangers achètent plus d'actions ayant de meilleures performances sur les 120 jours suivant l'opération que les investisseurs domestiques individuels. Ils attribuent également ces résultats à l'expertise des investisseurs étrangers par rapport aux investisseurs domestiques individuels. Toutefois, dans un article de 2001, les auteurs pointent l'importance des différences culturelles, linguistiques et géographiques sur le comportement des investisseurs.

### **3 – L'importance des différences culturelles, linguistiques et géographiques dans les décisions des investisseurs**

Grinblatt et Keloharju (2001) apportent des preuves de l'importance de biais culturels, linguistiques, et géographiques sur les choix d'investissement. Ils montrent que ce phénomène existe chez tout type d'investisseur, bien que le niveau d'expertise de l'investisseur en réduise l'importance. Enfin, que le rôle marginal joué par la distance entre l'investisseur et l'entreprise est moins fort lorsque plus d'information publique est disponible. Cela suggère que les investisseurs souffrent bien d'une forme d'asymétrie d'information concernant les entreprises plus éloignées d'eux culturellement et géographiquement. Plus précisément, leur étude met en relief ces faits stylisés au sein d'un unique pays : la Finlande<sup>7</sup>. La différence linguistique est appréciée à partir de la langue utilisée dans le rapport annuel de l'entreprise (suédois, finnois, multilingue), tandis que la culture de l'entreprise est approximée à partir de la langue maternelle de leur P-DG. La distance s'obtient en mesurant le nombre de mètres séparant le centre de la municipalité où est situé l'investisseur et le centre de la

---

<sup>7</sup> Le pays compte deux langues officielles : le finnois (parlé par 93% de la population) et le Suédois (6% de la population).

municipalité où est situé le siège social de l'entreprise. Les données sont agrégées au niveau des municipalités par catégories d'investisseurs (ménages, entreprises non financières, institutions financières, assurances, Etat et associations à but non lucratif). Les régressions montrent qu'il existe un lien positif et statistiquement significatif entre la culture des actionnaires (suédoise ou finlandaise) et celle du P-DG, leur langue maternelle et celle du rapport annuel de la société, enfin entre leur proximité géographique et leur décision d'investir dans l'entreprise. Ces biais se réduisent avec la sophistication de l'investisseur (notamment pour les institutions financières) mais ne disparaissent pas. Enfin, les entreprises dont le siège social est situé à Helsinki (donc mieux connues nationalement) ne souffrent pas du biais de distance, suggérant que l'information les concernant est mieux partagée entre les investisseurs.

Ces résultats donnent une idée de l'influence que peuvent peser les facteurs culturels, linguistiques et géographiques concernant la Chine pour un investisseur étranger. D'autant plus que ces différences sont intuitivement beaucoup plus importantes entre, par exemple, un investisseur occidental et une entreprise chinoise, qu'entre investisseurs et entreprises au sein d'un même pays comme la Finlande.

#### **4 – Asymétrie d'information entre investisseurs étrangers et domestiques en Asie**

##### **A. Littérature sur les asymétries d'informations entre investisseurs domestiques et étrangers en Asie**

Conformément aux deux théories exposées précédemment, il n'y a pas de consensus sur la catégorie d'investisseur qui possède un avantage informationnel en Asie. Kang et Stulz (1997) montrent que les investissements américains en actions au Japon sont concentrés dans les plus grandes entreprises, celles qui présentent moins de risque spécifique, qui exportent plus et qui émettent des Certificats Américains de Dépôt<sup>8</sup>. Leur résultat est en conformité avec l'idée selon laquelle les investisseurs étrangers souffrent d'asymétries d'information envers les sociétés japonaises plus opaques par rapport aux investisseurs domestiques. Cependant, les auteurs ne trouvent pas de différence de performance significative entre les investisseurs domestiques et

---

<sup>8</sup> Ces certificats sont échangés sur les marchés financiers Nord-Américains. Ils ne nécessitent cependant pas de visa de la part de la SEC.

étrangers. En sélectionnant les entreprises les moins opaques, les investisseurs étrangers effacent leur désavantage informationnel.

La situation leur semble moins favorable en Corée du Sud (Choe, Kho et Stulz, 2005). Les asymétries d'information sont les plus marquées pour la catégorie des investisseurs étrangers individuels. Paradoxalement, les investisseurs domestiques individuels semblent profiter d'une meilleure information privée que les investisseurs domestiques institutionnels. Dans les économies émergentes, les investisseurs institutionnels sont moins importants que dans les pays développés, et parfois sujets à des pressions politiques qui réduisent leurs performances. Ils n'ont donc pas forcément accès à une information privée de qualité comme certains investisseurs domestiques individuels. De ce fait, les investisseurs institutionnels étrangers souffrent moins d'asymétries d'information par rapport aux institutions domestiques (bien qu'elles persistent sur les échanges impliquant de larges volumes). Leur conclusion repose sur l'étude des prix d'achat et de vente d'actions par catégorie d'investisseurs sur le *Korea Stock Exchange*. Méthodologiquement, ils calculent le prix pondéré moyen d'achat et de vente pour chaque catégorie d'investisseur de la façon suivante :

$$A_i^{dt} = \frac{\sum_t P_i^{dt} V_i^{dt}}{\sum_t V_i^{dt}}$$

$A_i^{dt}$  représente le prix moyen payé par l'ensemble des investisseurs sur l'action  $i$  le jour  $d$  au moment  $t$ .  $P$  et  $V$  représentent respectivement le prix et le volume d'achat.

$$B_{i,j}^{dt} = \frac{\sum_t P_{i,j}^{dt} V_{i,j}^{dt}}{\sum_t V_{i,j}^{dt}}$$

$B_{i,j}^{dt}$  représente le prix moyen payé par l'ensemble des investisseurs de la catégorie  $j$  pour l'action  $i$  le jour  $d$  au moment  $t$ . Le ratio  $B_{i,j}^{dt}/A_i^{dt}$  donne le prix moyen payé par la classe d'investisseur  $j$  normalisé par le prix moyen payé par l'ensemble des investisseurs. En étudiant le signe et la significativité statistique des différences de ce ratio entre les investisseurs domestiques et étrangers, Choe, Kho et Stulz en déduisent l'existence et le sens des asymétries d'information. La base de donnée utilisée comprenant tous les échanges effectués sur le *Korea Stock Exchange* du 2 décembre

1996 au 30 novembre 1998 permet ainsi de déterminer que les investisseurs étrangers achètent (vendent) en moyenne à un prix significativement plus élevé (faible) que leurs homologues domestiques sur les échanges de taille moyenne et importante.

Les auteurs s'intéressent ensuite au comportement des investisseurs les jours précédents un rendement anormal<sup>9</sup> : les rendements anormaux des titres sont calculés à partir des rendements estimés d'un modèle de marché. Par exemple<sup>10</sup>, celui de Brown et Warner (1985) :

$$R_{id} = \alpha_i + \beta_i R_{Md} + \varepsilon_{id}$$

Les rendements anormaux sont définis ici comme le résidu  $\varepsilon_{id}$  de la régression du modèle de marché. Le comportement des investisseurs est examiné sur les 11 jours précédant une journée de rendements anormaux. Les investisseurs étrangers sont acheteurs net avant un rendement anormal négatif et vendeurs nets avant un rendement anormal positif. Ces résultats suggèrent bien l'existence d'une asymétrie d'information entre investisseurs domestiques et étrangers.

A partir d'une étude à la méthodologie très proche, Dvořák (2005) trouve également des preuves d'un avantage informationnel des investisseurs domestiques en Indonésie. Les investisseurs étrangers achètent systématiquement à des prix intra-journaliers plus élevés (et vendent à des prix plus faibles) que leurs homologues domestiques. Ils sont vendeurs net dans la période précédant un rendement anormal positif important. Enfin, l'impact permanent sur les prix des opérations d'investisseurs étrangers est plus faible que celui des investisseurs domestiques, suggérant que les échanges initiés par des investisseurs domestiques sont porteurs de plus d'information.

Agarwal, Faircloth, Liu et Rhee (2009) s'intéressent également à l'Indonésie et trouvent des résultats comparables à ceux de Dvořák : les investisseurs étrangers payent en moyenne 9 points de base de plus leurs achats de titres financiers et les vendent 14 points de base en dessous par rapport aux investisseurs locaux. Toutefois, ils rejettent l'explication des asymétries d'information entre catégories d'investisseurs. En analysant la nature des transactions (initiées et non-initiées<sup>11</sup>), ils remarquent que

---

<sup>9</sup> Un rendement est considéré comme anormal lorsqu'il dépasse 5% en valeur absolue.

<sup>10</sup> Les auteurs ne précisent pas quel modèle est utilisé.

<sup>11</sup> Ces deux types d'ordre n'ont pas les mêmes implications en termes de coûts. Un achat initié suppose de subir la cotation : l'opérateur de marché paye le *bid-ask spread*. L'autre partie de la transaction effectue donc une vente non initiée qui lui est favorable en terme de coût. Le raisonnement est symétrique en cas de vente initiée.

les investisseurs étrangers sous-performent leurs homologues domestiques sur les transactions non-initiées mais les surperforment sur les transactions initiées. Ce constat ne peut s'expliquer par une asymétrie d'information entre investisseurs. Sur la base de leur étude, Agarwal, Faircloth, Liu et Rhee justifient alors la sous-performance moyenne des investisseurs étrangers par leur *trading* plus agressif.

A Taïwan, le niveau d'expertise des investisseurs semble avoir plus d'influence sur leurs résultats que leur origine géographique (Chen et al., 2009). A partir d'une stratégie financière relativement simple et connue, les auteurs déterminent que les investisseurs étrangers obtiennent de meilleures performances que les investisseurs domestiques du fait de leur plus grand niveau d'expertise. La législation taïwanaise oblige tout fonds fermé à convoquer une assemblée générale des actionnaires pour décider ou non d'ouvrir le fonds pendant une certaine période lorsque le *discount* entre la valeur nette des actifs et sa cotation moyenne atteint un seuil limite sur une période de 20 jours. La décision de réunir les actionnaires du fonds, tout comme le résultat du vote sont des informations publiques. Une stratégie peu risquée et à fort rendement est envisageable<sup>12</sup> : l'achat du fonds dans la période qui suit la décision d'ouverture garantit une convergence relativement graduelle vers la valeur des actifs nets à mesure que les investisseurs apportent leurs capitaux. Dans les faits, les investisseurs étrangers sont acheteurs net juste avant la décision d'ouverture des fonds, réalisant des rendements supérieurs à la normale et surperforant les investisseurs locaux. Ce résultat montre le rôle que peut jouer la sophistication des investisseurs, notamment lorsque l'information nécessaire est publique.

En analysant le comportement des investisseurs étrangers au Japon durant la crise asiatique, Karolyi (2002) montre que, contrairement à la période 1975-1992, les investisseurs étrangers ont profité d'un gain net de 225 milliards de Yen au détriment des investisseurs domestiques.

La question des asymétries d'information ne semble pas tranchée en Asie. Nous nous intéressons à présent à des études menées spécifiquement sur la Chine.

## B. Les investisseurs étrangers en Chine

Le marché des actions en Chine est segmenté en fonction de la nationalité des investisseurs. Une entreprise cotée émet des *actions A* réservées à des personnes

---

<sup>12</sup> D'autres stratégies impliquant des ventes à découvert sont théoriquement possibles, mais ce type d'opération est interdit pour les investisseurs étrangers sur le marché taïwanais.

physiques ou morales domestiques. Elle a également la possibilité d'émettre des *actions B* réservées aux investisseurs étrangers. Cette seconde catégorie d'actions s'échange avec une remise conséquente par rapport à la catégorie A (bien que les titres soient absolument équivalents en terme de droit au dividende et de droit de vote)<sup>13</sup>. Une des raisons de l'existence de ce *discount* provient du moins d'information sur les entreprises locales dont disposent les investisseurs étrangers par rapport à leurs homologues chinois (Chakravarty et al., 1998). Les raisons de cette difficulté à acquérir des informations sur l'activité des entreprises locales sont le fait de la barrière de la langue, de différences de normes comptables, et d'un manque général d'information sur l'économie locale et les entreprises. Beaucoup d'entreprises cotées sur le marché B sont peu transparentes sur les changements matériels qui peuvent survenir dans leur activité (Chan et al., 2007). A partir d'un échantillon de 39 sociétés cotées sur les marchés A et B, et en définissant un certain nombre de variables capturant les asymétries d'information<sup>14</sup>, des résultats statistiquement significatifs montrent que le *discount* sur les actions destinées aux investisseurs étrangers est en grande partie expliqué par le manque d'accès à l'information. Ces résultats ne sont cependant pas confirmés par Chui et Kwok (1998).

Une étude plus récente tranche en faveur d'un désavantage informationnel des investisseurs étrangers (Chan et al., 2007). En étudiant le caractère prédictif des mouvements de prix du marché A sur ceux du marché B, les auteurs déterminent que les investisseurs domestiques possèdent l'information la plus précise sur les sociétés cotées. Les échanges et les rendements du marché domestique sont en effet capables de prévoir ceux du marché B, tandis que le marché des *actions B* n'influence jamais les mouvements du marché A. Plus intéressant encore, après la réforme de février 2001 qui autorise des investisseurs domestiques détenant des devises étrangères à investir sur le marché des *actions B*, les mouvements de prix sur celui-ci ont également des impacts prédictifs sur le marché des *actions A*. Cela suggère qu'une fois

---

<sup>13</sup> Sur la période de l'étude (de janvier 1994 à décembre 1996), le *discount* moyen sur la bourse de Shanghai s'élevait à 65,62% contre 48,71% sur la bourse de Shenzhen. Cette différence peut s'expliquer par les caractéristiques des entreprises cotées sur ces deux marchés. Alors que la place de Shanghai est dominée par la présence d'anciennes entreprises d'Etat (plus opaques), celle de Shenzhen fait une plus grande place à des joint-ventures dirigées par des équipes hongkongaises (dont la gestion est plus transparente pour les investisseurs étrangers).

<sup>14</sup> Parmi lesquelles le degré de couverture de la société par la presse anglo-saxonne, la variance du rendement des *actions B* ou encore la taille de la société.

les investisseurs domestiques autorisés à entrer sur le marché des actions B, l'avantage informationnel s'est rééquilibré entre les deux marchés.

Les facteurs culturels semblent également peser sur l'entrée des investisseurs étrangers en Chine (Leung et al. 2003). L'étude analyse les facteurs qui rendent plus probable pour une banque étrangère l'établissement d'une succursale dans le pays. La proximité géographique et culturelle<sup>15</sup> sont des déterminants importants de la présence d'une banque étrangère sur le territoire. En outre, les objectifs des établissements étrangers diffèrent également en fonction de leur culture : les banques asiatiques cherchent à pénétrer l'ensemble du marché bancaire, y compris les segments de prêts aux particuliers contrairement aux banques occidentales. Ces résultats confirment que les aspects culturels et géographiques ont un impact sur le comportement des investisseurs étrangers.

Cette revue de la littérature montre à quel point il est difficile de trancher la question des asymétries d'information entre investisseurs étrangers et domestiques. Les études menées sur la Chine nous incitent à penser que les investisseurs étrangers ont un désavantage informationnel bien que Chui et Kwok imposent de rester prudent. Nous nous intéressons à présent sur la façon dont les asymétries d'information influencent la composition des syndicats bancaires.

---

<sup>15</sup> S'il s'agit d'une banque asiatique ou non.

## **Chapitre 2 – Asymétries d’information et structure des syndicats bancaires**

Nous revenons brièvement sur les principes de formation d’un syndicat bancaire et le rôle joué par les différents participants. Puis, nous analysons comment les asymétries d’information influencent la composition des syndicats. Enfin, nous nous intéressons à l’importance de l’environnement juridique et des caractéristiques de la structure de propriété de l’entreprise sur la structure des syndicats.

### **1 – La formation d’un syndicat bancaire : principes**

Lors de sa première phase de création, un prêt syndiqué se rapproche d’un prêt bilatéral bancaire. Une entreprise et une banque (qui devient par la suite l’arrangeur du prêt) se rencontrent pour discuter des principaux termes du contrat. L’entreprise emprunteuse signe un mandat à l’arrangeur pour mettre en place le prêt syndiqué. Il s’agit d’un accord de prêt préliminaire : y sont spécifiés les covenants, les frais, les garanties ainsi que le montant du prêt et une fourchette de taux d’intérêt. Une fois la négociation entre l’emprunteur et l’arrangeur aboutie, ce dernier adresse un *mémoire* aux participants potentiels contenant des informations détaillées sur l’emprunteur et le contrat de prêt. Les participants choisissent ensuite de financer une part plus ou moins importante du prêt. Généralement, les autres banques participantes ne négocient pas directement avec l’emprunteur.

Chaque participant est responsable du financement de sa tranche et les termes du contrat de prêt sont identiques pour tous. La renégociation des termes du contrat est difficile. En ce qui concerne le principal, les intérêts, les garanties ou encore la maturité, l’unanimité des participants est requise. Pour les renégociations sur des clauses techniques tel que le niveau des covenants financiers, l’accord de la moitié des participants, voire des deux-tiers est couramment la règle.

L’arrangeur joue le rôle le plus actif durant la vie du prêt. Il contrôle l’entreprise emprunteuse, s’assure du versement des fonds, calcule les intérêts dus et vérifie le respect des covenants et autres termes du contrat. Généralement, les rôles sont partagés au sein d’un syndicat bancaire. Notamment, une entreprise peut mandater

plusieurs arrangeurs. Les rôles peuvent ainsi être répartis pour mieux partager l'information entre prêteurs et surtout profiter des avantages comparatifs de chacun dans les différentes missions d'administration et de contrôle du prêt (François et Missonier-Piera, 2004).

Un prêt syndiqué est donc un titre de dette particulier, à mi-chemin entre le prêt bancaire classique et une obligation émise sur les marchés financiers. L'emprunteur et l'arrangeur jouent un rôle significatif dans le choix des participants, et ceux-ci peuvent exercer un rôle de contrôle une fois le prêt accordé comme dans une relation bancaire (*relationship loan*). Cependant, plus le nombre de participants augmente, plus ce type de dette se rapproche d'une obligation (*transaction lending*). Le curseur se trouvera plus proche de l'une ou l'autre de ces catégories de dette en fonction de la structure du syndicat.

En Asie, comme dans le reste du monde, le développement du marché des prêts syndiqués a été spectaculaire. Entre 1992 et 2004, le volume du marché est passé de 6208 à 149 209 milliards de dollars sur le continent (Godlewski et Weill, 2008). Ce marché présente un intérêt particulier en Chine car les prêts syndiqués sont des instruments de dette qui par leur taille et leur maturité sont des concurrents naturels des obligations (Altunbas et al., 2009). Etant donné la faiblesse du marché obligataire pour le segment des entreprises en Chine<sup>16</sup>, et le poids du système bancaire, il est probable que la syndication de prêts prenne une place de plus en plus importante dans les années à venir dans le pays.

## **2 – Etude des asymétries d'information à partir de la structure des syndicats**

Les prêts syndiqués sont des instruments de dette très utiles pour étudier les asymétries d'information : elles sont susceptibles de se manifester horizontalement (entre l'arrangeur et les participants) et verticalement (entre les prêteurs et l'emprunteur). Pour Sufi (2007) le modèle développé par Diamond (1984) s'applique aux syndicats bancaires. Chez Diamond, les individus ne sont pas incités à contrôler l'emprunteur car cela entraîne des coûts en excès des gains individuels. Lorsque cette fonction est déléguée à un intermédiaire financier, le contrôle effectif de l'emprunteur devient possible. Cependant, il y a alors création de coûts de délégation :

---

<sup>16</sup> Le segment des obligations d'entreprise pèse uniquement 1,1% du PIB et de nombreuses contraintes administratives empêchent les sociétés d'émettre librement (Pigott et al., 2010).

l'intermédiaire rencontre des problèmes d'incitation à contrôler effectivement l'emprunteur lorsqu'il n'est que partiellement associé au résultat. Dans un syndicat, un contrôle de l'emprunteur par chaque banque produit des coûts inutiles et incite chaque participant à adopter un comportement de « passager clandestin ». De ce fait, l'arrangeur se voit déléguer la fonction de contrôle mais les participants peuvent douter de sa bonne volonté à l'exercer avec effectivité car ce contrôle s'effectue au travers d'efforts coûteux et inobservables.

Il existe des mécanismes pour réduire ce problème d'aléa moral. L'arrangeur peut apporter des gages de sa « bonne volonté » : plus il finance une partie importante du prêt, plus son engagement à contrôler effectivement l'emprunteur devient crédible (Jones et al., 2005). Une autre possibilité consiste à faire valoir sa réputation. Le processus de syndication correspondant à un jeu répété, un arrangeur n'a pas intérêt à « tromper » les participants car sa réputation pour les futures syndications en pâtira (Panyagometh et Roberts, 2008). En analysant la réputation de l'arrangeur (par sa part de marché sur le marché des prêts syndiqués l'année précédant le prêt), Sufi (2007) montre qu'une meilleure réputation lui permet de retenir une part plus faible dans le syndicat lorsque l'emprunteur est une entreprise opaque (non cotée et sans notation). Une troisième possibilité est de partager les rôles de contrôle entre les participants, en donnant notamment plus de responsabilités aux banques qui financent de plus grandes parts du prêt (François et Missonier-Piera, 2004).

La structure du syndicat, comme le montrent parmi d'autres Sufi (2007) et Lee et Mullineaux (2004), va refléter également le degré d'asymétries d'information entre les prêteurs et l'emprunteur. Par structure, les auteurs entendent la taille du syndicat mais également les caractéristiques des participants, du prêt et la répartition du financement. Dans leurs études, les entreprises sont classées par degré d'opacité : entreprises non cotées (pas d'information publique disponible auprès de la SEC) et sans notation, entreprises cotées mais sans notation, et enfin entreprises cotées avec une notation. Plus une entreprise est transparente, moins il existe d'asymétries d'information entre elle et ses prêteurs. Par exemple, dans l'article de Sufi, l'arrangeur devra retenir 3,55% de plus du montant total du prêt lorsque l'emprunteur est opaque et emprunte pour la première fois sur le marché des prêts syndiqués par rapport à une entreprise transparente qui accède également pour la première fois à ce marché. Si l'entreprise est opaque mais a déjà utilisé le marché au moins une fois pour se financer, la part supplémentaire retenue par l'arrangeur tombe à 2,3%. Les résultats montrent que la

réputation joue également un rôle pour l'emprunteur : plus celui-ci accède au marché des prêts syndiqués, moins l'arrangeur a besoin de retenir une part importante du prêt. Cela indique que les asymétries d'information diminuent lorsque l'emprunteur se finance régulièrement sur le marché des prêts syndiqués.

Lorsque les asymétries d'information sont potentiellement sévères, l'arrangeur sélectionne les participants sur la base de leur proximité avec l'emprunteur (en termes de relations passées et de proximité géographique). Pour les Etats-Unis, la probabilité que les participants proviennent du même Etat que l'emprunteur augmente significativement lorsque celui-ci est une entreprise non cotée ou sans notation. Les participants ont plus de chance d'être étrangers lorsque l'entreprise emprunteuse est transparente. Ces résultats confirment qu'il est possible d'étudier les asymétries d'information entre investisseurs domestiques et étrangers à partir de la composition des syndicats bancaires.

En outre, lorsque l'opacité de l'emprunteur est importante, l'arrangeur forme un syndicat plus concentré (le rapprochant ainsi d'une dette bancaire classique). Ce résultat se retrouve notamment pour le Japon (Lee et Mullineaux, 2010).

### **3 – L'influence de l'environnement juridique et des caractéristiques de l'emprunteur sur la structure des syndicats**

L'environnement juridique affecte également la structure des syndicats bancaires (Esty et Megginson, 2003). Ce constat revêt une importance particulière puisque la Chine est considérée comme disposant d'un système juridique faiblement protecteur pour les investisseurs (Allen et al. 2005). Or, la protection des créanciers va affecter leur décision de prêt. Lorsque les prêteurs ont moins de droit ou moins de possibilités de faire appliquer le droit, la probabilité d'aboutir à un rendement satisfaisant étant donné leur investissement initial s'en trouve réduite. C'est pourquoi quand le risque légal augmente, le besoin de contrôler l'emprunteur suit : dans ce contexte, le désavantage informationnel des investisseurs étrangers est susceptible de prendre encore plus d'importance. En analysant 495 tranches de prêts syndiqués sur la période 1986-2000 dans 61 pays, Esty et Megginson montrent qu'une faible protection juridique conduit à des syndicats bancaires moins concentrés : le nombre de prêteurs augmente et la part financée par chaque participant diminue. Ce comportement s'explique par la nécessité de mieux partager le risque lorsque l'environnement légal

garantit peu de protection en cas de non remboursement du prêt. Cela pose également un engagement crédible quant à l'impossibilité de renégocier en cas de défaut de l'emprunteur. En effet, plus le nombre de prêteurs est important, plus la restructuration de la dette devient problématique en cas de non paiement (car l'unanimité est requise). En outre, l'implication de plus de banques rend plus coûteuse car plus diffuse la perte de réputation pour l'emprunteur. La composition du syndicat sert donc alors à prévenir le risque de défaut stratégique rendu plus probable par le manque de crédibilité de la menace juridique. Ce résultat a une implication intéressante car il est contraire à celui de La Porta, Lopes-de-Silanes et Shleifer (1999) qui trouvent que les actionnaires tendent à être plus concentrés (pour renforcer le contrôle) dans un environnement de faible protection des investisseurs. Cela indique que les actionnaires et les créanciers diffèrent dans leur comportement face à une augmentation des risques.

L'étude d'Aslan et Kumar (2008) apporte un nouvel éclairage sur les modes d'évaluation des emprunteurs par les banques. Elle confirme que les prêteurs s'intéressent à des caractéristiques des entreprises très corrélées avec les risques d'agence. La structure de propriété de l'entreprise a ainsi un impact sur la prime de risque payée par l'emprunteur, sur la maturité du prêt, et sur le nombre de participants au syndicat. Ceci s'explique par le rôle joué par la structure de propriété sur les incitations des différentes parties prenantes au sein de l'entreprise. En augmentant ou diminuant les risques d'agence, la structure de propriété a donc un effet sur les paiements espérés des créanciers. En particulier, l'augmentation du ratio du pouvoir de contrôle sur les droits financiers<sup>17</sup> pour l'actionnaire majoritaire de la société implique une augmentation de la prime de risque payée par l'emprunteur, du fait qu'elle augmente les risques d'agence<sup>18</sup>. Une augmentation d'un écart type du ratio pouvoir de contrôle sur droits financiers implique en moyenne une hausse de 22 points de base de la prime de risque par rapport au taux LIBOR de référence. La taille de l'emprunteur, de meilleurs résultats, ou la tangibilité des actifs<sup>19</sup> ont un impact négatif sur la prime de risque, toutes choses égales par ailleurs. A l'inverse, un levier financier

---

<sup>17</sup> Un actionnaire peut avoir un droit de contrôle supérieur à son droit financier du fait d'un levier juridique. Si X est l'actionnaire majoritaire d'une entreprise Y en possédant 40% des parts et que Y possède 15% d'une société Z, alors X a un droit financier dans Z égal à 6% (40%\*15%). Cependant, comme X est l'actionnaire majoritaire de Y, il a un pouvoir de contrôle sur Z égal à 15%. Le ratio pouvoir de contrôle sur droits financiers s'élève alors à  $0,15/0,06 = 2,5$ .

<sup>18</sup> Nous reviendrons en détail sur ce point dans le chapitre suivant.

<sup>19</sup> Actifs fixes/Total actifs : elle est supposée réduire les risques en augmentant le taux de recouvrement potentiel en cas de défaut.

élevé implique de payer une plus forte prime de risque. De même, l'augmentation du ratio de contrôle sur les droits financiers a un impact négatif sur la maturité du prêt et tend à augmenter le nombre de prêteurs. Ces résultats confirment que les risques d'agence sont bien pris en compte par les prêteurs. Leur augmentation implique bien une rémunération du risque plus élevée, tandis que les prêteurs réduisent la maturité du prêt lorsque les risques d'agence sont élevés. Conformément au résultat d'Esty et Megginson (2003), les syndicats bancaires tendent à être plus diffus lorsque les risques d'agence sont importants. A contrario, l'augmentation de la concentration de l'actionnaire majoritaire de l'entreprise tend à faire diminuer la prime de risque, augmenter la maturité et réduire le nombre de participants au sein du syndicat. L'effet de la structure de propriété des entreprises est encore plus fort et significatif sur la structure des prêts syndiqués dans les économies émergentes asiatiques<sup>20</sup>. Cela suggère qu'elles représentent un terrain particulièrement fertile pour étudier les rapports entre structure de propriété et dette, sans doute du fait de l'importance des risques d'agence.

L'approche d'Aslan et Kumar confirme donc que les banques prennent en compte les risques d'agence lorsqu'elles forment un syndicat bancaire au moyen d'une analyse de la structure de propriété de l'entreprise.

Le chapitre suivant examine les mécanismes par lesquels une augmentation de la concentration de l'actionnaire majoritaire peut avoir des impacts positifs ou négatifs sur les incitations et ainsi réduire ou augmenter les risques d'agence pour les créanciers de l'entreprise.

---

<sup>20</sup> L'échantillon comprend des prêts de Taiwan, la Thaïlande, Singapour, les Philippines, la Malaisie, la Corée du Sud, l'Indonésie et Hong Kong.

## **Chapitre 3 – Concentration de l’actionnariat et importance des risques d’agence**

La théorie financière met en avant le rôle joué par la concentration de l’actionnariat sur les incitations à l’effort des différentes parties prenantes d’une entreprise. C’est par ce canal que la concentration de la propriété a un impact sur la valeur d’une société (Shleifer et Vishny, 1986) et la structure de la dette de celle-ci (Jensen et Meckling, 1976 ; Mahrt-Smith, 2005). Mais cette relation n’est pas monotone : il semble exister d’une part une concentration optimale de l’actionnariat (Burkart et al., 1997), d’autre part, une forte concentration de la propriété peut créer des incitations à l’expropriation des actionnaires minoritaires et des créanciers de la part de l’actionnaire majoritaire car elle est souvent associée à une séparation du pouvoir de contrôle et des droits financiers (Bebchuk, 2000). Nous analysons les facteurs propres à l’émergence d’un actionnaire majoritaire concentré (Demsetz et Lehn, 1985 ; Bebchuk, 1999), puis l’impact de la concentration sur la valeur de l’entreprise (Shleifer et Vishny, 1986 ; Burkart et al., 1997 ; Stein, 1988) et enfin les interactions avec la dette de l’entreprise (Jensen et Meckling, 1976 ; Mahrt-Smith, 2005).

### **1 – Les facteurs propres à l’émergence d’un actionnaire majoritaire concentré**

Demsetz et Lehn (1985) s’intéressent aux facteurs qui entraînent une plus ou moins forte concentration de l’actionnariat au sein des sociétés américaines. La concentration de l’actionnariat s’accompagne de gains pour les actionnaires (un contrôle plus effectif de l’activité de l’entreprise) et de coûts (en temps et en risque du fait du manque de diversification). Ils distinguent trois types de facteurs qui expliquent la plus ou moins forte concentration de l’actionnariat : ceux qui touchent à la maximisation de la valeur de l’entreprise, ceux relatifs aux gains potentiel d’un contrôle plus effectif, et ceux qui dérivent de l’environnement réglementaire.

Parmi les facteurs relatifs à la maximisation de la valeur, la taille de l’entreprise joue un rôle important. Toutes choses égales par ailleurs, une entreprise de grande taille est supposée mieux connue des actionnaires donc nécessitant moins de temps de

contrôle. Du fait des coûts de la concentration, la taille de l'entreprise devrait impliquer un actionnariat plus diffus.

La question du gain potentiel d'un contrôle accru renvoie à la divergence d'intérêt entre dirigeants et actionnaires (Jensen et Meckling, 1976). Plus celle-ci est potentiellement élevée, plus les bénéfices d'un contrôle accru sont importants et plus l'actionnariat tendra à être concentré.

L'environnement réglementaire, qui peut forcer à plus ou moins de discipline le dirigeant, va également influencer la structure de propriété de l'entreprise. Ce troisième type de facteurs se retrouve chez Bebchuk (1999) qui propose un modèle explicatif de la structure de propriété de l'entreprise en fonction de l'environnement juridique dans lequel évoluent les investisseurs.

Dans ce modèle, la taille des bénéfices privés que peut retirer l'actionnaire principal de l'entreprise va influencer le choix de structure de propriété. Un investisseur initial  $I$  possède entièrement une société qui va être introduite en bourse. L'enjeu est de déterminer dans quel cas il sera bénéfique de choisir une structure de propriété diffuse – c'est-à-dire sans qu'aucun actionnaire n'ait le contrôle de la société – ou une structure avec un actionnaire majoritaire qui conserve le pouvoir. Le point critique entre les deux types de structure est le caractère contestable ou non du pouvoir de contrôle sur l'entreprise. Si la structure choisie est celle d'un actionnaire majoritaire concentré, l'investisseur  $I$  conserve la moitié ou plus des parts de la société et vend le reste. Dans ce cas de figure, il est certain de conserver le contrôle par la suite. En cas de structure diffuse, l'investisseur vend l'ensemble des fonds propres de la société. Il n'est plus certain de rester dirigeant par la suite car un investisseur tiers peut racheter les parts aux actionnaires minoritaires et prendre le contrôle de la société. Le modèle se déroule en trois périodes. En  $T=0$ , le choix d'une structure diffuse ou concentrée est fait par l'investisseur initial  $I$ . En  $T=1$ , un investisseur tiers peut tenter de s'emparer du contrôle de l'entreprise. En  $T=2$ , la société produit son résultat : les flux financiers vont aux actionnaires et le dirigeant perçoit les bénéfices privés qu'il tire de sa position. Les bénéfices privés, dénotés  $B$  par la suite, sont fonction du système juridique du pays<sup>21</sup>. Le résultat perçu en  $T=2$  est supposé être égal à  $Y + \varepsilon$  où  $\varepsilon$  suit une loi normale de moyenne 0 et de variance  $R$ .

---

<sup>21</sup> En termes de loi et de règlements protégeant la propriété des actionnaires et de l'effectivité de leur application.

Un point central de l'analyse est que contrairement aux actionnaires minoritaires qui sont neutres au risque<sup>22</sup>, l'investisseur initial est averse au risque lorsqu'il conserve une part de contrôle dans sa société. Cette aversion s'explique par le manque de diversification de son patrimoine qui va de paire avec la possession de 50% de son entreprise. Dans une structure où il demeure l'actionnaire dominant, la valeur des parts qu'il conserve<sup>23</sup> est alors égale à  $Y/2 - (1/2)^2 \mu R = Y/2 - \mu R/4$ .

Si, en  $T=0$ , l'investisseur choisit de former une structure diffuse (SD), il vend alors toutes ses parts et reçoit la valeur actuelle de  $Y$ . En  $T=2$ , la valeur qu'il retire de la structure de propriété choisie est alors  $V_{SD} = Y + B$ .

S'il choisit une structure concentrée (SC), il vend alors la moitié de ses parts, son résultat en  $T=2$  est alors égal à  $V_{SC} = Y/2 + (Y/2 - \mu R/4) + B = Y + B - \mu R/4$ .

Il est évident que  $V_{SC} < V_{SD}$  et l'investisseur devrait *a priori* toujours choisir une structure diffuse du fait de son aversion pour le risque. Or, Bebchuk montre que la solution d'une structure diffuse n'est pas toujours une solution d'équilibre du fait que le contrôle de l'entreprise devient alors contestable. En  $T=1$ , un investisseur tiers peut, en rachetant les parts des actionnaires minoritaires, prendre le contrôle de la société. En évinçant l'investisseur initial de son poste de dirigeant, il le prive des bénéfices privés dont il aurait dû profiter en  $T=2$ . En effet, du point de vue de l'investisseur tiers, si le prix de rachat de la moitié des parts aux actionnaires minoritaires – en tenant compte des coûts de prise de contrôle  $C_t$  – est inférieur au gain de la prise de contrôle alors une structure diffuse ne peut être maintenue en  $T=1$ . Autrement dit, une structure diffuse ne sera pas maintenue en  $T=1$  lorsque :

$$(Y/2 - \mu R/4) + B - C_t > Y/2$$

Ou encore,

$$B > C_{t+} + \mu R/4$$

---

<sup>22</sup> Ils sont supposés pouvoir diversifier leur portefeuille.

<sup>23</sup> Bebchuk reprend l'hypothèse de Holmstrom et Milgrom (1987) qui, à un résultat aléatoire  $X$  suivant une loi normale, associe l'équivalent certain  $E(X) - \mu Var(X)$  où  $\mu$  reflète le degré d'aversion au risque de l'investisseur.

Il est aisé de remarquer que la taille des bénéfices privés aura un impact sur le choix de structure de propriété. Plus les bénéfices privés sont élevés pour le dirigeant, plus une structure de propriété concentrée est rendue probable. L'environnement juridique conditionne donc la concentration de l'actionnariat. Ce résultat théorique est en conformité avec les résultats empiriques développés par La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (1999) pour qui la présence d'un actionnaire contrôlant l'entreprise est plus probable lorsque la protection des investisseurs est faible. En outre, la concentration de la propriété au sein d'un unique actionnaire est très fréquente au sein des entreprises cotées chinoises alors que la protection des investisseurs au regard des standards internationaux reste faible (Allen et al., 2005).

Une implication du modèle est que la concentration de l'actionnariat tend également à être associée avec une forte séparation du droit de contrôle sur le droit aux résultats financiers. Cette séparation peut être obtenue par l'intermédiaire de catégories d'actions offrant plus de droits de vote, la formation d'une cascade de holdings ou encore par des détentions croisées entre holdings. Premièrement, il faut remarquer que la possibilité de séparer le droit de propriété du droit financier rend encore plus instable une structure initiale diffuse puisque pour un niveau donné de bénéfices privés, la prise de contrôle suppose un rachat d'une moins grande fraction du capital. Cela implique moins de coûts de transaction.

Deuxièmement, dans le modèle de Bebchuk, si initialement une structure concentrée est choisie, l'actionnaire majoritaire tendra toujours à préférer la séparation du pouvoir de contrôle sur les droits financiers la plus forte possible. Si  $\alpha$  est une fraction du capital inférieure à 50% mais suffisante pour avoir le contrôle de la société, alors :

$$V_{SC}(\alpha) = Y - \alpha^2 \mu R + B > V_{SC}(0,5) = Y - \mu R/4 + B$$

Pour résumer, le modèle prédit donc que l'actionnariat sera plus concentré lorsque l'environnement juridique garantira une faible protection aux investisseurs. En outre, une concentration de l'actionnariat devrait être associée à une plus forte séparation du pouvoir de contrôle et du droit aux résultats financiers. Nous analysons à présent l'impact de la concentration de l'actionnariat sur la valorisation de l'entreprise.

## 2 – Concentration de l'actionnaire majoritaire et valeur de l'entreprise

A. Le rôle de contrôle de l'actionnaire majoritaire et la réduction des coûts d'agence

Andrei Shleifer et Robert Vishny (1986) ont développé un modèle pour expliquer par quels mécanismes l'actionnaire majoritaire contrôle la politique menée par le dirigeant de l'entreprise. Ils établissent un lien entre le degré de concentration de la propriété entre les mains d'un unique actionnaire et la probabilité de prise de contrôle de l'entreprise par celui-ci lorsque le dirigeant ne poursuit pas la politique maximisant les profits espérés. Dans ce modèle, la concentration de l'actionnariat apparaît bien comme un mécanisme efficace pour limiter les risques d'agence. L'entreprise est possédée par un actionnaire majoritaire qui ne participe pas à la direction et des actionnaires minoritaires. L'actionnaire majoritaire a une part de l'entreprise suffisamment importante pour mettre en œuvre un certain effort de contrôle sur la politique du dirigeant. Le modèle montre que la concentration de l'actionnariat rend plus probable une prise de contrôle lorsque le dirigeant ne maximise pas la valeur de l'entreprise, toutes choses égales par ailleurs.

a. La condition de prise de contrôle de l'entreprise par l'actionnaire majoritaire

Un actionnaire majoritaire, neutre au risque, possède une fraction  $\alpha < 0,5$  de l'entreprise. Les actionnaires minoritaires sont totalement dispersés et retiennent ensemble  $(1 - \alpha)$  des parts de la société. L'actionnaire majoritaire ne prend initialement pas part à la direction de l'entreprise.  $\alpha$  est cependant suffisamment important pour l'inciter à contrôler l'action du dirigeant et à mener des recherches indépendantes pouvant lui permettre de découvrir une stratégie alternative pour l'entreprise qui maximisera alors son profit. L'intensité  $I$  de la recherche présente un coût  $c(I)$  qui est croissant sur  $I$ . Plus  $I$  est important, plus l'actionnaire majoritaire connaît une forte probabilité de découvrir un projet alternatif capable d'augmenter les profits futurs espérés d'un montant  $Z$ . Lorsque l'actionnaire investit  $c(I)$  et qu'il découvre un projet apportant un surplus de valeur  $Z$ , il cherchera à imposer cette nouvelle politique à l'entreprise (c'est-à-dire qu'il cherchera à en prendre le contrôle) à condition que les coûts entraînés par l'acquisition de parts aux actionnaires

minoritaires, ainsi que les coûts de la prise de contrôle soient couverts par l'espérance du surplus de gain rapporté à la proportion d'actions qu'il détient de l'entreprise. En effet, l'actionnaire majoritaire ne peut prendre le contrôle qu'en acquérant la majorité absolue des parts, soit  $(0,5 - \alpha)$ . Or, les actionnaires minoritaires, conscients qu'en prenant le contrôle de l'entreprise, l'actionnaire majoritaire apportera un surplus de valeur, n'acceptent de céder leur part qu'en échange d'un *premium*  $\pi$  égal à la différence entre les profits espérés de la politique du dirigeant courant et ceux de la nouvelle politique de l'actionnaire majoritaire. En supplément, la prise de contrôle implique des coûts juridiques et administratifs  $c_t$ . L'actionnaire majoritaire n'agira que si :

$$0,5Z - (0,5 - \alpha)\pi - c_t \geq 0$$

Le surplus de valeur  $Z$  de la nouvelle politique de l'entreprise rapporté aux parts de l'actionnaire majoritaire doit au moins compenser les coûts de rachat des parts des actionnaires minoritaires, ainsi que les coûts administratifs de prise de contrôle de l'entreprise. L'actionnaire minoritaire anticipe ce comportement et peut déduire la valeur de  $Z$  à partir du premium  $\pi$  proposé par l'actionnaire majoritaire.  $Z$  est supposé suivre une certaine loi de distribution de probabilité  $F(Z)$ . Une prévision rationnelle est donc :

$$E[Z | 0,5Z - (0,5 - \alpha)\pi - c_t \geq 0]$$

Les actionnaires minoritaires déduisent la valeur moyenne de  $Z$  à partir de la distribution de probabilité  $F(Z)$  conditionnellement au fait que l'actionnaire majoritaire ne propose une offre que lorsque les gains attendus sont supérieurs aux coûts de rachat des parts et de prise de contrôle. De surcroît, les actionnaires minoritaires n'acceptent de vendre leur part que s'ils estiment que le *premium*  $\pi$  payé est supérieur ou égal à l'espérance conditionnelle de  $Z$  qu'ils anticipent. L'actionnaire majoritaire va donc chercher à minimiser  $\pi$  sous la condition de prise de contrôle suivante nécessaire pour que les minoritaires acceptent l'offre de rachat :

$$\pi - E[Z | 0,5Z - (0,5 - \alpha)\pi - c_t \geq 0] \geq 0$$

b. L'impact de l'augmentation de la concentration de l'actionnariat sur la probabilité d'une prise de contrôle

La condition de prise de contrôle par l'actionnaire majoritaire décrite ci-dessus va permettre de déduire trois propriétés de la concentration de l'actionnaire majoritaire :

1. Le *premium* optimal  $\pi^*(\alpha)$ , c'est-à-dire le *premium* minimum qui vérifie la condition de prise de contrôle, est une fonction décroissante de  $\alpha$ .
2. La valeur minimale  $Z^c(\alpha)$  qui implique une offre de l'actionnaire majoritaire, c'est-à-dire  $Z^c(\alpha)$  qui vérifie  $0,5Z^c - (0,5 - \alpha)\pi - c_t = 0$ , est une fonction décroissante de  $\alpha$ .
3. L'intensité de recherche optimale  $I^*(\alpha)$  est une fonction croissante de  $\alpha$ .

Ces résultats impliquent que la prise de contrôle de l'entreprise par l'actionnaire majoritaire est rendue plus probable lorsque sa participation au sein de l'entreprise augmente. Plus il concentre une part importante des actions de la société, plus il intensifie la recherche de solutions optimales à valeur  $Z$ , plus la valeur minimale  $Z^c$  pour laquelle il est enclin à agir est faible et plus le *premium* payé est réduit.

L'interprétation de la première propriété est la suivante. Plus l'actionnaire majoritaire possède une part  $\alpha$  importante, plus il devient possible que le surplus de valeur  $Z$  découvert soit faible lorsque celui-ci fait une offre de rachat aux actionnaires minoritaires. En raisonnant à l'extrême, supposons que  $\alpha = 0,5$ . Dans ce cas de figure, l'actionnaire majoritaire veut prendre le contrôle dès que la valeur  $Z$  du nouveau projet vérifie  $0,5Z \geq c_t$ . A l'autre extrême, si  $\alpha \approx 0$  alors la prise de contrôle n'est pas possible. En effet, la condition pour que l'actionnaire fasse une offre devient alors  $0,5(Z - \pi) - c_t \geq 0$ . Cela implique que  $Z$  soit supérieur à  $\pi$  et les actionnaires minoritaires n'accepteront jamais l'offre. Ainsi, plus la part de l'actionnaire majoritaire est élevée, plus l'espérance conditionnelle (à ce qu'une offre soit faite) de profit anticipée par les actionnaires minoritaires est faible. Ils sont donc prêts à accepter un *premium*  $\pi$  moins important. Ce qui revient bien à dire que  $\pi^*(\alpha)$  est une fonction décroissante de  $\alpha$ .

La seconde propriété est une conséquence directe de la première. Puisque, pour une certaine intensité de recherche  $I$ , le *premium*  $\pi^*(\alpha)$  à payer diminue avec

l'augmentation de  $\alpha$ , la valeur minimale de  $Z$  telle que l'actionnaire majoritaire fasse une offre diminue également. La condition étant :

$$0,5Z^c - (0,5 - \alpha)\pi^*(\alpha) - c_t = 0$$

Plus  $\alpha$  augmente, plus  $\pi^*(\alpha)$  diminue et ainsi plus le  $Z^c$  d'équilibre diminue également.

Pour comprendre la troisième propriété, il suffit de voir que la condition d'acceptation de l'offre de rachat par les actionnaires minoritaires implique que l'actionnaire majoritaire fasse uniquement un gain sur les parts  $\alpha$  qu'il détient initialement. Le profit espéré de l'actionnaire majoritaire, du fait du contrôle et des recherches qu'il mène, s'écrit :

$$\begin{aligned} E\{\max[0,5Z - (0,5 - \alpha)\pi^*(\alpha) - c_t, 0]\} \\ = [0,5E[Z|Z \geq Z^c(\alpha)] - 0,5\pi^*(\alpha) + \alpha\pi^*(\alpha) - c_t].pr[Z \geq Z^c(\alpha)] \end{aligned}$$

Or à l'équilibre,

$$\pi^*(\alpha) = E[Z|Z \geq Z^c(\alpha)],$$

puisque les actionnaires minoritaires refusent un *premium* inférieur au gain moyen qu'ils anticipent d'une prise de contrôle. On a donc un profit espéré de l'actionnaire majoritaire égal à :

$$\{\alpha E[Z|Z \geq Z^c(\alpha)] - c_t\}.pr[Z \geq Z^c(\alpha)]$$

Autrement dit, l'actionnaire majoritaire ne bénéficie de la valeur  $Z$  du nouveau projet que sur la fraction du capital  $\alpha$  qu'il possède initialement. De ce fait, l'intensité optimale de contrôle et de recherche  $I$  n'augmentera que lorsque  $\alpha$  augmente puisque le bénéfice marginal espéré d'une « unité » de recherche supplémentaire  $I$  n'augmentera qu'avec  $\alpha$ . Ainsi,  $I^*(\alpha)$  est une fonction croissante de  $\alpha$ .

### c. La concentration de l'actionnaire et la théorie de l'agence

Il est important de resituer les résultats obtenus dans le cadre de la théorie de l'agence. Du fait de sa position privilégiée, le dirigeant (non-actionnaire) de l'entreprise est réputé utiliser l'information qu'il possède pour retirer une rente privée de sa politique de gestion. Bien entendu, il ne peut profiter de cette rente que s'il se maintient à la tête de l'entreprise. La concentration de l'actionnariat rend plus probable une prise de contrôle de l'entreprise par l'actionnaire majoritaire lorsque le dirigeant dévie de la politique optimale de maximisation des profits. C'est donc par ce mécanisme que la concentration de l'actionnariat réduit les risques d'agence : face à un actionnaire majoritaire concentré, le dirigeant est incité à suivre une politique de gestion dans l'intérêt des actionnaires car il est plus probable qu'il sera évincé dans le cas contraire. Ce point est largement documenté d'un point de vue théorique (Manne, 1965 ; Scharfstein, 1988). L'impact de la concentration de l'actionnariat sur les incitations du dirigeant ne semble pas pour autant suivre une relation monotone (Burkart et al., 1997).

### B. L'ambiguïté du lien entre concentration de l'actionnaire majoritaire et valeur de l'entreprise

#### a. Concentration de l'actionnariat et valeur de l'entreprise : une relation non monotone

La concentration de l'actionnariat a un impact positif sur la valeur de l'entreprise que ce soit en rendant plus efficient en coût le contrôle de la politique du dirigeant ou en augmentant la probabilité d'une prise de contrôle en cas de déviation de la politique de maximisation des profits espérés. Cependant, celle-ci joue également un rôle sur les incitations du dirigeant. Le pouvoir discrétionnaire dont peut jouir celui-ci l'incite à rechercher des projets dont il pourra retirer des bénéfices privés mais qui sont également créateurs de valeur pour l'entreprise. Une structure concentrée de l'actionnariat augmente l'espérance de résultats *ex post* mais elle désincite le dirigeant à faire des efforts spécifiques *ex ante* car le propriétaire en récupérera toujours tous les bénéfices. L'intuition du modèle proposé par Burkart, Gromb et Panunzi (1997) repose sur l'idée que le contrôle exercé par l'actionnaire majoritaire ne devient effectif

que lorsqu'il a une incitation à l'exercer. Lorsque l'actionnaire majoritaire possède une fraction « trop importante » de la société, il ne peut pas s'engager de façon crédible à ne pas exercer son droit de contrôle : le dirigeant ne fournit plus d'effort car il n'a jamais le contrôle sur la direction choisie de l'entreprise. La structure de propriété de l'entreprise peut allouer le contrôle effectif d'une façon optimale afin d'en maximiser la valeur : il existe un arbitrage entre les gains d'un contrôle plus ferme de l'action du dirigeant et les coûts créés par l'effet désincitatif d'un tel contrôle.

Soit un dirigeant, neutre au risque, qui ne possède aucune action dans la société qui l'emploie. Les actionnaires de la société, également neutres au risque, sont divisés en un actionnaire majoritaire qui détient une fraction  $\alpha$  du capital et des actionnaires minoritaires possédant collectivement  $(1 - \alpha)$  actions. L'entreprise fait face à  $N + 1$  projets d'investissement différents. Chaque projet rapporte une valeur  $Z$  à l'entreprise et des bénéfices privés  $B$  au dirigeant. Seuls les résultats du projet 0 sont publiquement connus et  $Z_0 = 0$  et  $B_0 = 0$ . Les résultats potentiels des  $N$  autres projets nécessitent un investissement en recherche pour être découverts. Cependant, parmi les  $N$  autres projets  $i$ ,  $(N - 2)$  projets rapportent  $Z_i < 0$  et  $B_i < 0$ . Les deux derniers projets,  $(N - 1)$  et  $N$  rapportent les gains suivants avec leur probabilité associée (où  $Z > 0$  et  $B > 0$ ) :

PROJET $N - 1$	PROJET $N$	PROBABILITE
$\{Z, B\}$	$\{Z, B\}$	$\lambda$
$\{Z, 0\}$	$\{0, B\}$	$1 - \lambda$

$\lambda$  mesure le degré de convergence d'intérêts des actionnaires et du dirigeant<sup>24</sup>. En  $T=1$ , le dirigeant choisit le niveau d'effort (non observable)  $e \in [0,1]$  lui permettant de découvrir avec une probabilité  $e$  et un coût  $e^2/2$  les résultats des différents projets  $i$ . En parallèle, l'actionnaire majoritaire choisit le niveau de contrôle  $E \in [0,1]$  qu'il souhaite exercer sur la société. Ce contrôle implique un coût égal à  $E^2/2$ . Une hypothèse fondamentale est que l'actionnaire majoritaire ne peut découvrir les résultats des différents projets qu'avec une probabilité égale à  $eE$ . Autrement dit il

<sup>24</sup> Il est donc supposé être inférieur à 1. Dans le cas contraire, il n'y a pas de divergence d'intérêt et la structure de propriété n'a pas d'impact sur les performances de l'entreprise.

n'est informé avec une probabilité  $E$  que si les efforts menés par le dirigeant lui ont permis de découvrir l'information. Si le dirigeant ne découvre pas les résultats associés aux différents projets, l'actionnaire majoritaire ne perçoit pas non plus l'information, quel que soit son effort de contrôle.

En  $T=2$ , il existe trois possibilités concernant le choix du projet :

1. Le dirigeant n'a pas découvert les résultats possibles des différents projets (et de ce fait l'actionnaire majoritaire non plus). Le projet 0 est alors choisi car son espérance de résultat est supérieure à celle de l'espérance d'un projet tiré au hasard.
2. Le dirigeant connaît les résultats associés à chaque projet mais pas l'actionnaire majoritaire. Ce dernier s'en remet au choix du dirigeant qui choisit alors le projet  $N$  lui rapportant avec certitude  $B$  et rapportant aux actionnaires  $Z$  avec une probabilité  $\lambda$ .
3. Le dirigeant et l'actionnaire majoritaire possèdent l'information sur les résultats des projets. L'actionnaire majoritaire utilise son droit de contrôle pour imposer le projet  $N - 1$  rapportant avec certitude  $Z$  aux actionnaires et  $B$  au dirigeant avec une probabilité  $\lambda$ .

Le modèle suppose donc que le dirigeant dispose d'un certain pouvoir discrétionnaire. L'actionnaire majoritaire peut imposer sa volonté mais ne le fera que lorsqu'il a l'information nécessaire pour prendre une décision. Dans ce cadre d'analyse, le dirigeant va chercher à maximiser l'espérance de gains suivante :

$$(1 - e).0 + e. [E\lambda B + E(1 - \lambda).0 + (1 - E)B] - e^2/2$$

Le dirigeant perçoit 0 avec une probabilité  $(1 - e)$  puisque dans ce cas de figure l'absence d'information implique de choisir le projet 0. Il perçoit  $B$  avec une probabilité  $e(1 - E)$  lorsqu'il possède l'information mais que l'actionnaire majoritaire ne la découvre pas malgré ses efforts. Enfin, il perçoit  $B$  avec une probabilité  $\lambda$  et 0 avec une probabilité  $(1 - \lambda)$  lorsque les deux parties prenantes ont l'information (c'est-à-dire multiplié par  $eE$ ). Ainsi, il maximise son espérance de gains pour :

$$\frac{\partial f(.)}{\partial e} = 0$$

Soit,

$$E\lambda B + (1 - E)B - e = 0$$

Et,

$$e = B[1 - E(1 - \lambda)]$$

L'effort de recherche du dirigeant  $e$  dépend donc négativement de l'effort de contrôle de l'actionnaire majoritaire  $E$ . Une augmentation du contrôle par l'actionnaire majoritaire inhibe les efforts du dirigeant.

De son côté, l'actionnaire majoritaire maximise l'espérance de gains suivante :

$$(1 - e). \alpha. 0 + e. [E\alpha Z + (1 - E)\alpha\lambda Z + (1 - E)\alpha(1 - \lambda). 0] - E^2/2$$

Avec une probabilité  $(1 - e)$  personne ne découvre les résultats des projets et l'actionnaire majoritaire perçoit 0. Avec une probabilité  $eE$ , ses efforts de contrôle lui permettent d'obtenir l'information : il perçoit alors  $\alpha Z$ . Enfin, si ses efforts ne sont pas concluants, il délègue le choix du projet au dirigeant et perçoit  $\alpha Z$  avec une probabilité  $\lambda$  et 0 avec une probabilité  $(1 - \lambda)$ .

Il maximise son espérance de gains pour :

$$\frac{\partial g(.)}{\partial E} = 0$$

Soit,

$$e\alpha Z - e\alpha\lambda Z - E = 0$$

Ou encore,

$$E = \alpha Z(1 - \lambda)e$$

L'augmentation de  $\alpha$  implique une augmentation de l'effort optimal de contrôle pour l'actionnaire pour un niveau de  $e$  donné. Ce résultat est logique : plus l'actionnaire majoritaire possède une part importante de l'entreprise, plus il devient

efficace en coût de contrôler l'action du dirigeant. On en déduit alors que  $e(\alpha)$  est une fonction décroissante de  $\alpha$  car :

$$\begin{aligned} e &= B[1 - E(1 - \lambda)] \\ &= B [1 - \alpha Z(1 - \lambda)e(1 - \lambda)] \\ &= B - \alpha ZB(1 - \lambda)^2 e \end{aligned}$$

Soit,

$$e(\alpha) = \frac{B}{1 + \alpha ZB(1 - \lambda)^2}$$

Toutes choses égales par ailleurs, l'effort de recherche du dirigeant décroît lorsque la part détenue par l'actionnaire majoritaire augmente.

D'autre part,  $E(\alpha)$  est une fonction croissance de  $\alpha$ <sup>25</sup>:

$$\begin{aligned} E(\alpha) &= \alpha Z(1 - \lambda)e \\ &= \alpha Z(1 - \lambda) \cdot \frac{B}{1 + \alpha ZB(1 - \lambda)^2} \\ &= \frac{\alpha Z(1 - \lambda)B}{1 + \alpha ZB(1 - \lambda)^2} \end{aligned}$$

Si l'on s'intéresse à la valeur de l'entreprise en fonction de la part possédée par l'actionnaire majoritaire, on obtient :

$$V = e[\lambda + (1 - \lambda)E]Z - E^2/2$$

Il s'agit bien de la valeur espérée nette du titre, c'est-à-dire en tenant compte des coûts de contrôle. La valeur de l'entreprise en fonction de la part  $\alpha$  possédée par l'actionnaire majoritaire va donc évoluer comme suit :

---

<sup>25</sup> Le numérateur de  $E(\alpha)$  croît plus rapidement que son dénominateur vers  $+\infty$  du fait que  $(1 - \lambda) \in ]0,1[$ . La fonction est donc croissante sur  $\alpha$ .

$$\frac{dV}{d\alpha} = \frac{\partial E}{\partial \alpha} \frac{\partial V}{\partial E} + \frac{\partial e}{\partial \alpha} \frac{\partial V}{\partial e}$$

Ou encore,

$$\frac{dV}{d\alpha} = \frac{\partial E}{\partial \alpha} [e(1 - \lambda)Z - E] + \frac{\partial e}{\partial \alpha} [\lambda + (1 - \lambda)E]Z$$

Le premier terme est positif<sup>26</sup> car  $\partial E/\partial \alpha > 0$ . Lorsque la fraction du capital détenue par l'actionnaire majoritaire augmente, cela a un impact positif sur la valeur de l'entreprise car les efforts de contrôle produisent de meilleurs résultats *ex post*. Cependant, le deuxième terme est négatif car  $\partial e/\partial \alpha < 0$  : une augmentation de  $\alpha$  a un effet négatif sur les incitations du dirigeant. La perte des bénéfices privés qu'il pourrait retirer d'un projet l'incite à réduire son effort. Cela a un impact négatif sur la valeur de l'entreprise.

La concentration de l'actionnariat n'a donc pas un effet monotone sur la valeur de l'entreprise. Les implications en termes d'incitation pour les différentes parties prenantes sont plus complexes et il semble exister un seuil  $\alpha$  optimal pour maximiser la valeur de l'entreprise. En outre, nous avons supposé jusqu'ici que cet actionnaire majoritaire agit uniquement dans le sens de la maximisation de la valeur de l'entreprise. Or, lorsque celui-ci possède un pouvoir de contrôle supérieur à ses droits financiers sur l'entreprise, il est incité à détourner les actifs de l'entreprise à son profit et au détriment des actionnaires minoritaires et des créanciers.

#### b. Séparation du pouvoir de contrôle des droits financiers et risque d'expropriation

Pour Bebchuk, Kraakman et Triantis (2000), les coûts d'agence associés à une séparation entre le pouvoir de contrôle et les droits financiers peuvent être bien supérieurs aux gains tirés d'un actionnariat concentré. Un actionnaire peut obtenir le contrôle en ne possédant qu'une part minoritaire de droits financiers sur les résultats de la société. Trois possibilités existent pour obtenir une séparation du contrôle et des flux financiers.

1. **La création de différentes classes d'actions.** Certains pays utilisent massivement ce type de titres financiers. Si la législation le permet, il est

---

<sup>26</sup> A condition que  $E \leq e(1 - \lambda)Z$ .

possible d'associer plus de droits de vote à une action particulière. Son propriétaire peut donc obtenir le contrôle en nombre de droit de vote tout en possédant une fraction minoritaire du capital. En Chine, le principe d'une action, une voix prévaut cependant.

2. **La formation d'une cascade de holding.** Les structures pyramidales sont par contre très répandues en Asie (Claessens et al., 1999). En possédant une part majoritaire à chaque étage de la pyramide, un actionnaire peut obtenir le contrôle de la société finale sans droits équivalents aux flux financiers. Par exemple, en supposant qu'un actionnaire possède 50% d'une société mère et que chaque société de la pyramide possède 50% du capital de sa filiale, son droit aux résultats financiers sur la dernière entreprise de la structure sera égal à  $\alpha = (0,5)^\alpha$  avec  $\alpha$  le nombre de niveaux de la pyramide. Si l'on suppose une structure à trois étages, l'actionnaire contrôle la dernière société en ne percevant que 12,5% des résultats financiers.
3. **La détention croisée d'actions entre sociétés.** Les droits de vote utilisés pour contrôler une société sont diffusés au sein du groupe sans hiérarchie. L'actionnaire obtient le contrôle lorsque la somme des parts qu'il détient en propre dans chaque entreprise avec la somme des parts détenues de façon croisée par les entreprises dépasse la majorité absolue. Dans cette configuration, l'actionnaire peut détenir le contrôle en possédant un droit aux flux financiers bien inférieur à 50%.

Ces structures organisationnelles sont créatrices de coûts d'agence importants. Puisque l'actionnaire majoritaire perçoit peu des résultats financiers de l'entreprise, son incitation à prendre des décisions qui maximiseront la valeur de celle-ci est faible. Du fait qu'il contrôle cependant la société il pourra résister aux tentatives de prise de contrôle de la part de tiers. Si les institutions juridiques sont inefficaces<sup>27</sup>, il pourra sans difficulté détourner les actifs de la société pour son bénéfice privé au détriment des actionnaires minoritaires et des créanciers. Par exemple, dans le cas d'une structure pyramidale, l'actionnaire pourra « vampiriser » la filiale et faire remonter des actifs vers la société mère où ses intérêts financiers sont beaucoup plus importants.

---

<sup>27</sup> Des exemples montrent cependant que les pays développés sont parfois également frappés par le phénomène avec la complicité ou la passivité du système juridique (Johnson et al., 2000).

L'impact de la concentration de l'actionnariat sur les risques d'agence n'est donc pas une question simple. Si l'augmentation du contrôle associée avec la concentration a un impact positif sur la valeur de la société, elle peut lorsqu'un certain seuil est atteint réduire les incitations du dirigeant. En outre, lorsqu'elle s'associe à une forte dissociation entre le pouvoir de contrôle et le droit aux résultats financiers dans un environnement juridique faible, elle incite l'actionnaire qui dispose du contrôle à détourner les actifs de la société au détriment des autres parties prenantes.

Jusqu'à présent, nous avons largement analysé le problème de la concentration de l'actionnariat du point de vue d'un actionnaire. Celle-ci influence également le comportement des créanciers. Il existe des interactions entre la structure de propriété d'une entreprise et la structure de son capital.

### **3 – Concentration de l'actionnariat et structure de la dette de l'entreprise**

Dans leur théorie de la structure de propriété de l'entreprise, Jensen et Meckling (1976) montrent qu'il existe une proportion de financement par actions externes<sup>28</sup> optimale par rapport au niveau de la dette. Cette fraction est optimale car elle minimise les coûts d'agence et donc maximise la valeur de l'entreprise. L'intuition en est qu'une augmentation du financement par actions externes augmente les coûts d'agence car des conflits d'intérêt émergent entre le dirigeant et les actionnaires. En parallèle, la diminution du niveau de la dette réduit les conflits d'intérêt entre le dirigeant et les créanciers. Il existe alors un niveau optimal de financement externe par action sur le total du financement externe. En nommant  $S_0$  le montant total d'actions externes et  $D$  le montant total de financement par dette, on obtient la représentation graphique des coûts d'agence présentée sur la figure 1. Lorsque la fraction de financement externe par action augmente, celle possédée par le dirigeant diminue. Ses intérêts sont de moins en moins alignés sur ceux des actionnaires et les coûts d'agence augmentent.  $A_{S_0(E)}$  est donc une fonction croissante de  $E$ . En parallèle, pour un niveau de financement externe par action donné ( $S_0$  fixe), plus la part de la dette est importante, plus le dirigeant est incité à prendre des projets risqués à VAN négative

---

<sup>28</sup> Les actions externes font référence au terme anglais *outside equity*, c'est-à-dire les fonds propres détenus par des actionnaires qui ne dirigent pas l'entreprise.

car sa responsabilité sur les pertes est limitée. Plus le financement par dette diminue, moins le dirigeant est incité à faire de la substitution d'actifs.  $A_D(E)$  est donc une fonction décroissante de  $E$ . Il existe alors une relation entre la concentration de l'actionnariat externe et la dette au sein de l'entreprise.

Mahrt-Smith (2005) s'intéresse encore plus précisément à la relation entre la concentration de la propriété dans les mains d'un actionnaire externe et la structure optimale de la dette de la société. Le dirigeant préfère une structure de propriété diffuse puisqu'un actionnariat concentré implique un plus fort contrôle de son action.

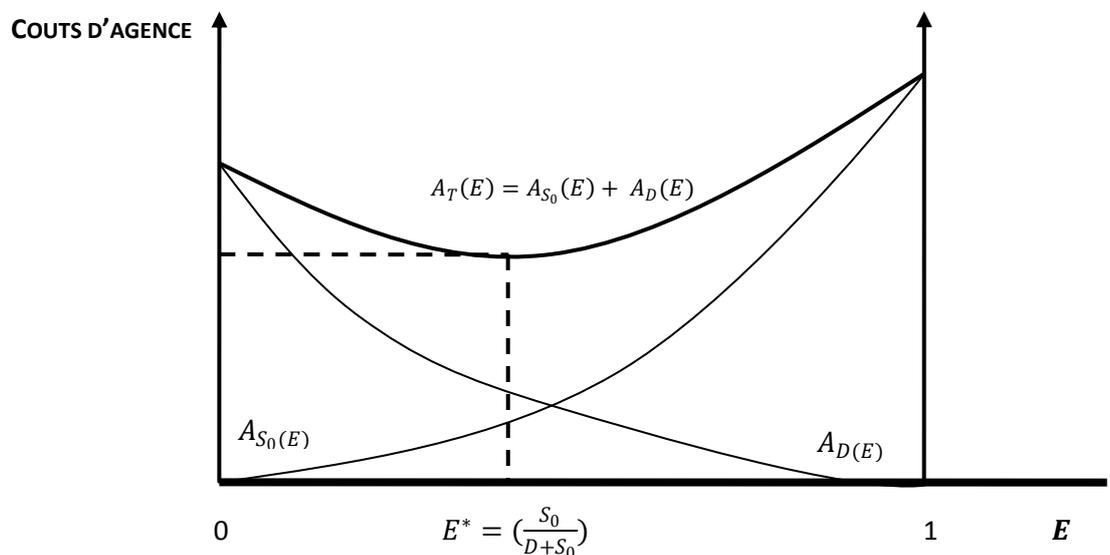


Fig. 1. Pour une taille d'entreprise donnée,  $A_T(E)$  représente les coûts d'agence totaux en fonction de la fraction de financement externe par action sur le total du financement externe ( $E^* = S_0 / (D + S_0)$ ).  $A_{S_0}(E)$  représente les coûts d'agence associés au financement par action externe.  $A_D(E)$  représente les coûts d'agence associés au financement par dette.

Cependant, il doit également tenir compte de la structure de la dette : en cas de mauvaises performances, les créanciers peuvent prendre le contrôle de l'entreprise (par exemple, si les covenants ne sont pas respectés). Ainsi, le dirigeant pourra malgré tout préférer une structure concentrée de l'actionnariat s'il existe une menace de prise de contrôle de la part des créanciers car cela limiterait encore plus son pouvoir de décision. Dans ce cas de figure, un actionnariat plus concentré ne détruit pas les incitations à l'effort du dirigeant. Il suffit que la concentration de la propriété soit inférieure à la concentration de la dette. Le dirigeant est alors incité à faire des efforts pour garantir un certain niveau de résultats et s'assurer que les actionnaires garderont le contrôle formel de la société. Comme ceux-ci sont moins concentrés que les

créanciers, cela lui donne plus de marge de manœuvre pour retirer par la suite des bénéfices privés de son activité de dirigeant.

La conclusion du modèle développé par Mahrt-Smith est que le pouvoir de la dette à exercer un contrôle sur le dirigeant est un complément à celui des fonds propres. Il est donc plus probable d'observer une dette fortement concentrée dans les mains d'un créancier associée à un actionnariat concentré dans les mains d'un propriétaire. L'implication pour notre étude est que la structure de propriété influence celle de la dette du fait des risques d'agence. Un équilibre semble exister entre la concentration de l'actionnariat et la structure de la dette tel que les incitations du dirigeant soient plus en phase avec les intérêts des autres parties prenantes de la société. Il paraît logique qu'une telle association ait encore plus d'importance dans un environnement juridique et réglementaire favorisant les problèmes d'agence. La section suivante se penche plus précisément sur le problème des risques d'agence en Chine.

## **Chapitre 4 – La Chine : un environnement financier où les risques d’agence sont particulièrement importants**

### **1 – Le processus de privatisation des anciennes entreprises d’Etat**

Contrairement à d’autres économies émergentes, la transition chinoise vers le capitalisme s’est faite de façon graduelle. Le gouvernement contrôle encore directement ou indirectement la majorité des entreprises cotées via des sociétés de portefeuille. Ce contrôle est d’autant plus fort qu’une écrasante proportion d’entreprises introduites en bourse sont d’anciennes entreprises d’Etat. En 2005, 80% des entreprises cotées sur les marchés de Shanghai ou Shenzhen étaient à l’origine des entreprises publiques (Allen et al., 2007). De 1999 à 2007, le pourcentage d’entreprises ayant pour actionnaire majoritaire l’Etat est passé de 83% à 61% (Watanabe, 2010). L’Etat garde donc une place significative au sein des sociétés cotées. La Commission de régulation des titres financiers chinoise (*CSRC* en anglais) décide toujours de la date d’introduction en bourse et du lieu de cotation. Les industries définies comme stratégiques par la Commission du plan conservent la priorité. Une particularité de cette privatisation partielle des anciennes entreprises publiques est qu’elle a conduit à une segmentation totale de la propriété : l’Etat souhaitant lever des capitaux afin de moderniser ces sociétés tout en maintenant un contrôle fort. Les entreprises chinoises conservent une structure de propriété concentrée. En 2007, l’actionnaire majoritaire des entreprises cotées possède en moyenne 36% du capital (45% en 2000). Le processus conduisant une entreprise publique à être transformée en société par actions produit deux catégories de titres : les actions échangeables et non échangeables.

Les actions non échangeables ne circulent pas sur les marchés financiers chinois. Elles sont détenues par l’Etat et les personnes légales. Cette dernière catégorie d’actionnaires reflète une variété importante de propriétaires. Il s’agit majoritairement de personnes morales publiques mais distinctes de l’Etat. Les différents investisseurs personnes légales peuvent être des entrepreneurs, des étrangers, des entreprises publiques ou non et cotées ou non et des employés. Excepté pour les entrepreneurs et les employés, il ne s’agit jamais d’investisseurs individuels. Des transferts de propriété

sont possibles mais ils doivent être fait en bloc, après accord du ministère des finances et de la CSRC. En outre, le transfert ne se fait généralement pas à un prix de marché mais avec un rabais conséquent qui n'incite pas à y recourir (Green, 2003). A l'origine, la catégorie des actions non échangeables représentait en moyenne deux-tiers du capital des entreprises cotées (Ahn et Cogman, 2007). Le manque de liquidité sur le marché des capitaux et le désintérêt croissant des investisseurs (qui ne pouvaient peser dans les décisions stratégiques du fait du verrou imposé par les détenteurs d'actions non échangeables) a entraîné le déclin progressif des marchés actions. Après 2001 et les introductions massives réalisées, le marché de Shanghai a progressivement décliné jusqu'à la mi-2005 en perdant la moitié de sa valeur.

Cette situation a forcé le gouvernement à proposer une solution pour transformer les actions non échangeables et les rendre accessibles aux investisseurs sur les marchés financiers (Ahn et Cogman, 2007). La réforme mise en place en 2005 impose donc aux entreprises cotées de voter un plan de transformation des parts non échangeables. La réforme prévoit, afin d'éviter toute chute brutale des cours, que la transformation et la vente des actions non échangeables ne pourra être supérieure à 5% du total de cette catégorie d'actions la première année du plan et 10% l'année suivante. Des schémas de compensation (tels que la distribution d'actions gratuites ou d'options d'achat) sont prévus pour les actionnaires de l'entreprise pour qu'ils ne soient pas lésés par le transfert de propriété. Cette réforme complète progressivement le mouvement de privatisation et tend à aboutir à une mise en circulation des deux-tiers du capital des entreprises cotées. L'Etat conserve cependant un large contrôle dans la majorité de ces sociétés. En 1992, la moyenne de la fraction du capital non échangeable sur le total du capital des sociétés cotées était de 69 %. En juin 2007, elle était seulement descendue à 57%. Approximativement 70% des actions non échangeables sont détenues par des entreprises publiques (Allen et al. 2007, Ahn et Cogman, 2007).

Les actions échangeables sont quant à elles librement commercées par les investisseurs. Cette possibilité est offerte depuis l'ouverture de la bourse de Shanghai en décembre 1990 et celle de Shenzhen en Juillet 1991. Seuls les citoyens chinois et les institutions domestiques ont le droit d'investir dans les *actions A* échangées sur le marché. En 1992, une nouvelle catégorie d'*actions B* a été introduite ; cette fois-ci exclusivement réservée aux investisseurs étrangers. Depuis 2001, les citoyens chinois possédant des réserves de change ont également le droit d'investir sur le segment des

*actions B*. Enfin, certaines entreprises ont également le droit d'émettre des actions sur des marchés financiers étrangers (principalement, Hong Kong et New York).

La propriété publique des sociétés cotées regroupe en elle-même des catégories d'actionnaires diverses. Les actions d'Etat peuvent être détenues par le gouvernement central, certains ministères (souvent le ministère des finances), des gouvernements locaux, des municipalités, des bureaux de gestion des actifs publics sous l'autorité de l'une ou l'autre de ces personnes publiques ou encore des entreprises d'Etat. La forte présence de l'Etat au sein des personnes légales vient encore plus brouiller les cartes. Si la catégorisation officielle distingue les actions détenues par l'Etat des actions détenues par les personnes légales, *in fine* il peut s'agir d'une entreprise détenue entièrement par des personnes publiques. Par exemple, la société *Yanjing Beer* est majoritairement détenue par *Beijing Yanjing Brewery Co., Ltd.*, à 70%. Dans la classification officielle, il s'agit d'un actionnaire personne légale. Cependant, *Beijing Yanjing Brewery Co.* est dans les faits contrôlée par la municipalité de Pékin (Delios et al., 2008). La majorité des personnes légales sont en réalité des personnes publiques (Pigott et al., 2010).

## **2 – Les risques d'agence au sein des entreprises chinoises**

La privatisation partielle et l'introduction en bourse des entreprises publiques chinoises n'ont pas eu les effets escomptés en terme de profitabilité. La modernisation n'a été que partielle et les sociétés ont pour la plupart conservé les problèmes associés à une propriété publique dans un environnement financier faiblement réglementé. Sur la période 1992-2006, l'indice de référence de la bourse de Shenzhen sous-performe le S&P 500 et le SBE (l'indice de référence du marché boursier indien). Le fait que la Chine a un taux de croissance moyen en termes réels de 10,1% par an sur la période contre 3,0% pour les Etats-Unis indique que les entreprises cotées étaient parmi les sociétés de moins bonne qualité en Chine (Allen et al., 2007). D'autres études concluent que malgré les succès de certaines entreprises chinoises devenues des leaders mondiaux dans leur secteur d'activité, la profitabilité globale des entreprises cotées a été décevante (Chen et al., 1998, 2006). La faible profitabilité des entreprises cotées peut s'expliquer par un environnement réglementaire faiblement protecteur des investisseurs, des problèmes d'incitation, des pressions politiques dans le but de poursuivre des objectifs non commerciaux, une forte décorrélation entre le pouvoir de

contrôle et le droit aux résultats financiers, ou encore une gouvernance d'entreprise encore très lacunaire. Nous examinons tour à tour ces différents facteurs.

#### A. Un environnement juridique faiblement protecteur des investisseurs

Allen, Qian et Qian (2005) étudient en détail les liens entre croissance économique, développement du secteur financier et protection des investisseurs en Chine. Ils montrent que la loi et les institutions, dont les systèmes de protection des investisseurs, sont significativement moins développés en Chine que dans la plupart des pays de l'échantillon utilisé par LLSV (1998)<sup>29</sup>.

Les mesures utilisées comprennent notamment des variables captant les droits des actionnaires minoritaires et des créanciers. Le développement du droit des sociétés et du droit commercial permet d'approcher la protection des créanciers. L'existence de règles comme la priorité de rang en cas de liquidation ou la nomination d'un liquidateur pour remplacer les dirigeants permettent ainsi d'apprécier le degré de protection de cette catégorie d'investisseurs. 68% des pays de l'échantillon de LLSV ont un droit plus protecteur des créanciers que la Chine. Ce score est cependant calculé sur la loi existante et non pas sur l'effectivité de son application.

La « règle de droit » et la corruption sont des indices qui permettent de mieux rendre compte du respect du droit. Leur calcul est réalisé par l'agence de notation de risque pays *International Country Risk*. La Chine se retrouve alors encore moins bien classée dans l'échantillon de pays. La règle de droit obtient en moyenne le score de 6,85 pour l'ensemble des pays contre 5 pour la Chine sur une échelle de 1 à 10. La situation est pire pour l'indice de corruption (également calculé sur une échelle de 1 à 10 ; les scores les plus faibles étant associés à plus de corruption) : 2 pour la Chine et une moyenne de 6,90 pour les autres pays. En comparant par rapport à six autres économies émergentes, les droits des créanciers semblent mieux assurés en Chine

---

<sup>29</sup> La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny ont étudié les liens entre le développement financier et l'efficacité des systèmes juridiques des pays. Leur étude de 1998 s'intéresse à un ensemble de 49 pays développés ou en développement. Ils les regroupent en quatre catégories distinctes. Les pays dont le droit est d'origine anglo-saxonne : par exemple les Etats-Unis, le Royaume-Uni, Hong-Kong ou encore le Zimbabwe. Les pays dont le droit est d'origine française : par exemple l'Argentine, le Brésil, la France, l'Italie ou la Turquie. Les pays dont le droit est d'origine scandinave : le Danemark, la Finlande, la Norvège et la Suède. Les pays dont le droit est d'origine germanique : par exemple, l'Allemagne, l'Autriche ou encore le Japon.

qu'au Mexique ou en Argentine mais moins qu'en Inde, en Afrique du Sud ou au Brésil.

L'environnement juridique a un impact sur les coûts d'agence puisque les différentes parties prenantes de l'entreprise peuvent d'autant plus agir dans le sens de leurs intérêts propres en toute impunité.

## B. Types de propriété, incitations et performance

Les incitations à la performance dépendent de la structure de propriété des entreprises chinoises. Le transfert de blocs de contrôle vers des investisseurs privés entraîne des gains d'efficience pour les entreprises cotées. Tandis que les transferts de propriété du secteur public vers d'autres organes publics n'ont pas d'impact significatif sur l'efficience (Chen et al. 2008). La question de la profitabilité ne peut cependant se résumer à une dichotomie publique/privée car la structure de propriété est plus complexe en Chine. Une analyse en profondeur des relations entre propriété et performance montre que certains modes de gestion publics peuvent dans certains cas être plus efficaces que la propriété privée (Chen et al., 2009). Dans les faits, les entreprises sous contrôle public sont dirigées par différents types de gestionnaires qui diffèrent en termes d'objectifs. Dans leur étude de 2009, Chen, Firth et Xu distinguent les actionnaires majoritaires publics selon qu'ils sont un bureau de gestion d'actifs publics (BGAP), une entreprise d'Etat affiliée au gouvernement central (EE-GC) ou une entreprise d'Etat affiliée à un gouvernement local (EE-GL).

Les BGAP détiennent généralement des actions d'Etat ou de personnes légales. Ils appartiennent eux-mêmes à l'Etat. Les EE-GC sont au nombre de 157. Elles sont étroitement contrôlées par le gouvernement central mais leur grande taille et leur importance économique les autorisent à disposer d'une autonomie substantielle dans leur activité : elles sont capables d'investir dans des entreprises cotées et d'en avoir le contrôle effectif. Les EE-GL constituent le plus grand groupe d'actionnaires majoritaires des entreprises cotées. Bien que ces trois types de propriétaires soient publics, leurs incitations en termes de partage des profits et des risques diffèrent fortement. Les dirigeants des BGAP sont des fonctionnaires dont la rémunération n'est pas alignée sur les performances des entreprises dont ils ont le contrôle. Les dividendes sont collectés et redistribués au trésor public. Du côté des risques, leurs décisions, par exemple, de nomination des membres du conseil d'administration, sont

sans conséquences. Ces fonctionnaires contrôlent généralement un portefeuille d'actifs provenant d'industries très diversifiées. Ils ne sont pas spécialisés par secteur économique, ce qui réduit d'avantage leur capacité à effectuer un contrôle sérieux. En outre, pour éviter les problèmes de corruption, ils sont tenus de conserver une certaine distance avec les entreprises cotées contrôlées ce qui peut exacerber les asymétries d'information entre eux et les dirigeants. Il s'agit donc de la catégorie de propriétaire publique qui conduit à la performance la plus médiocre des entreprises cotées : l'étude confirme que lorsqu'un BGAP est l'actionnaire majoritaire, la profitabilité est plus faible en moyenne que les autres entreprises cotées. Les entreprises d'Etat ont en comparaison de bien meilleures incitations : elles sont associées aux bons résultats de leurs investissements via les dividendes versés et elles sont moins sujettes à des interventions politiques. L'étude confirme que les sociétés cotées dont l'actionnaire majoritaire est une EE-GC sont en moyenne les plus performantes. Elles sont suivies par les sociétés possédées par des EE-GL. Le gouvernement central semble exercer un contrôle plus strict sur les entreprises d'Etat afin d'éviter tout risque d'expropriation.

Enfin, les entreprises dont l'actionnaire majoritaire est un investisseur privé sont également parmi les sociétés qui réalisent les plus mauvaises performances en moyenne. Leurs résultats sont en ligne avec ceux des entreprises gérées par des BGAP. Ce résultat peut surprendre dans la mesure où la littérature financière associe généralement la propriété privée avec de meilleures performances que la propriété publique.

En Chine, si la propriété privée ne rencontre pas les mêmes problèmes d'incitation que pour les BGAP, l'expropriation des actionnaires minoritaires par l'investisseur privé disposant du contrôle est beaucoup plus fréquente. L'environnement juridique de faible protection des investisseurs, sans contrôle du gouvernement central comme dans le cas des EE-GC, rend beaucoup plus courant la vampirisation des actifs de la société par son actionnaire majoritaire.

### C. Expropriation des entreprises cotées en Chine

#### a. Illustration du phénomène d'expropriation de sociétés cotées en Chine

Plusieurs scandales d'expropriation de sociétés cotées par leur actionnaire majoritaire ont éclatés en Chine ces dernières années. Des entreprises comme Beer

Flower, Top Software, Jiangsu Qionghua, Xinjiang Tunhe, ST Chundu, Yi'an Tech ou encore Hongzhi Tech ont été victimes de leur actionnaire majoritaire privé (Chen et al., 2009). Le problème touche également les entreprises publiques : Jinan Qingqi Motorcycle en est une illustration. Cette société cotée contrôlée *in fine* par la municipalité de Jinan dans la province du Shandong était la première entreprise du secteur du marché des motocyclettes en parts de marché dans les années 1990. D'après son rapport annuel de l'année 2000, 45% des ventes de la société étaient réalisées auprès de la maison mère China Qingqi Motorcycle Group. En 2001, les créances client de la compagnie dues par la maison mère (soit 62% du total des actifs) s'élevaient à 2,47 milliards RMB. En outre, Jinan Qingqi Motorcycle s'était portée garant de prêts bancaires pour la société mère à hauteur de 739,86 millions RMB. Le rapport de l'auditeur en 2001 révélait qu'une grande partie des sommes dues par la société mère ne seraient jamais remboursées, tandis qu'à la fin de l'année celle-ci était en défaut sur 471, 57 millions de sa dette bancaire.

Une autre affaire célèbre concerne la société Feng Hua Co. dont l'actionnaire majoritaire, le groupe Hanqi, emprunta de larges montants à plusieurs reprises pour un total de 198,60 millions de RMB à la fin 2002. A la même période, la part du groupe était de 30% du capital, soit 116,21 millions de RMB. La société Feng Hua ne recouvra pas sa créance et connut des pertes spectaculaires les années suivantes.

Ces sociétés ne sont pas des exemples isolés : le développement des structures pyramidales des sociétés et la faiblesse juridique de la protection des investisseurs font que ce phénomène d'expropriation est répandu au sein des sociétés cotées chinoises.

#### b. Séparation du contrôle et des droits financiers en Chine

Depuis les débuts des réformes en 1980, les structures pyramidales des entreprises sont devenues très répandues en Chine. Les entreprises cotées sont couramment détenues par des holdings non cotées qui appartiennent au final à l'Etat – un gouvernement local le plus souvent – ou à un investisseur privé (Fan et al., 2005). Cette répartition de la propriété sous forme de holdings (*jituan gongsi*) à plusieurs niveaux ou de conglomérats avec des détentions de propriété croisées est très courante en Asie (Claessens et al., 2000). Ces structures ont en partie émergé parce que le gouvernement chinois, soucieux de répliquer les succès économiques du Japon et de la Corée du Sud, les a encouragées par des politiques industrielles en faveur des grands

conglomérats (Delios et al., 2008). Une conséquence des pyramides d'entreprises est qu'elles conduisent à une forte séparation entre le contrôle et le droit aux résultats financiers. Les entreprises cotées peuvent alors être utilisées comme des pourvoyeurs de capitaux pour le propriétaire ultime de la pyramide : ainsi, les entreprises qui dirigent dans les faits l'activité demeurent hors de portée des investisseurs sur les marchés des capitaux. Ces phénomènes d'expropriation semblent principalement opérer par l'intermédiaire des crédits commerciaux au sein d'un groupe. La société cotée peut, par exemple, disposer d'un actif au compte client du fait d'un achat réalisé par la maison mère qui peut profiter de sa situation de contrôle pour ne jamais rembourser la créance (Watanabe, 2010). Ce problème est exacerbé par deux facteurs. D'une part, le transfert de blocs de propriété non échangeables reste difficile en Chine car soumis à des autorisations administratives du gouvernement. Les actionnaires majoritaires ne peuvent donc espérer réaliser beaucoup de profits par la revente d'actions. Cela incite à détourner les ressources de la société dont ils ont la propriété pour profiter immédiatement de leur position. La réforme de 2005 visant à transformer cette classe d'actions en actions échangeables devrait donc diminuer cette mauvaise incitation. D'autre part, le système juridique offre très peu de possibilités aux actionnaires minoritaires pour obtenir réparation (Jiang et al., 2010).

Dans leur étude, Jiang, Lee et Yue examinent en détail l'ampleur du phénomène d'expropriation des actifs des entreprises cotées sur la période 1996-2006. Ils confirment que le *tunneling*<sup>30</sup> s'opère principalement par l'intermédiaire de prêts internes au sein d'un groupe de sociétés. Sur la période de l'étude, ce sont des dizaines de milliards de Yuans qui ont été siphonnés par les actionnaires majoritaires des entreprises cotées. Ces prêts<sup>31</sup> représentent en moyenne sur leur échantillon 8,1% du total des actifs et 5,4% de la valeur de marché des entreprises. Dans le premier décile des entreprises cotées (c'est-à-dire le décile où ces prêts sont les plus importants), ils représentent en moyenne 32% du total des actifs et 21% de la valeur de marché des sociétés ! L'étude détermine également les caractéristiques des entreprises qui sont le

---

<sup>30</sup> Le phénomène de vampirisation de la société par son actionnaire majoritaire est appelé *tunneling* en anglais car tout se passe comme si le propriétaire détourne les actifs de la société en les faisant passer par un « tunnel » sans contrôle possible de la part des actionnaires minoritaires.

<sup>31</sup> Les données utilisées permettent aux auteurs de déterminer qu'il s'agit de prêts inter-entreprises qui profitent toujours à des sociétés détenues directement ou indirectement par l'actionnaire majoritaire. D'autre part, il s'agit de prêts sans rapport avec l'activité économique de la société cotée. Au bilan, ces prêts s'inscrivent dans le poste « autres créances clients » (*other receivables*).

plus susceptibles d'être expropriées par leur actionnaire majoritaire. Méthodologiquement, les auteurs régressent la taille du poste de bilan réservé aux prêts intra-groupe (normalisé par le total des actifs) par la taille de l'entreprise, le levier financier, la profitabilité (ROA), le type de propriété, et le développement économique de la province dans laquelle évolue la société. Le phénomène de *tunneling* semble toucher particulièrement les plus petites entreprises, plus endettées, et les moins profitables. Le phénomène survient plus fréquemment lorsque l'actionnaire majoritaire est privé et quand la société opère dans une région moins développée économiquement. Ce résultat n'est pas surprenant dans la mesure où le gouvernement central met en œuvre des réformes importantes pour moderniser et rendre profitable le secteur des entreprises cotées. L'objectif est notamment de copier les standards occidentaux de gouvernance d'entreprise. L'Etat cherche donc moins à profiter de la situation de faible protection des actionnaires minoritaire que le secteur privé. Contrairement aux BGAE et aux entreprises d'Etat, un investisseur privé n'est pas contrôlé par le gouvernement central ou un gouvernement local. Il lui est alors facile de profiter des faiblesses du système juridique chinois pour exproprier les actionnaires minoritaires de la société cotée. En analysant de plus près le rôle des pouvoirs publics, les auteurs montrent que l'expropriation est plus sévère lorsque les entreprises cotées sont possédées par des gouvernements locaux. Ce résultat est conforme avec la constatation selon laquelle les réformes sont impulsées par le pouvoir central qui a parfois du mal à les faire respecter au niveau local.

Enfin, les entreprises connaissent en moyenne un déclin de leur profitabilité dans les années qui suivent une augmentation du volume de prêts intra-groupe. Le volume des prêts accordés à l'actionnaire majoritaire prédit les résultats futurs dans l'étude. Cela suggère l'importance du phénomène d'expropriation sur la santé financière des entreprises cotées.

### c. Risque d'expropriation et le statut des créanciers

Si le problème de l'expropriation est très préoccupant du point de vue d'un actionnaire minoritaire, un élément incite à penser qu'il peut être moins grave – tant qu'il reste mesuré – du point de vue d'un créancier. La littérature financière a développé l'idée selon laquelle les entreprises ayant tendance à pomper les actifs des sociétés dont elles ont le contrôle sont également celles qui ont une plus forte

probabilité de les soutenir en cas de difficultés financières (Friedman et al., 2003). Ce soutien peut provenir d'un industriel privé : en 1998, l'actionnaire majoritaire du conglomérat CP Group vendit une partie de ses actifs en Chine (Shanghai-Ek Chor Motorcycle) et en Thaïlande (Sunny Supermarkets) afin de soutenir des entreprises cotées thaïlandaises en difficulté (Anon, 1998a) ; Lee Kun Hee, président du conseil d'administration de Samsung Electronics, utilisa ses fonds personnels pour soutenir la filiale Samsung Motor Inc. au bord de la faillite en 1999 (Anon, 1999) ; le groupe Salim vendit ses actifs détenus aux Pays-Bas pour soutenir des entreprises cotées aux Philippines et en Indonésie (Anon, 1998b). Le Japon est un pays qui semble pratiquer de façon systématique le soutien de filiales en difficulté : le transfert s'effectue ici entre sociétés du même groupe (Friedman et al., 2003).

Ce phénomène touche également les entreprises cotées en Chine (Cheung et al., 2009). Les sociétés victimes de *tunneling* sont également plus enclines à être soutenues en cas de problèmes financiers. Cependant, en moyenne, l'expropriation est plus courante que le soutien. Les entreprises les plus susceptibles d'être soutenues sont celles dont l'actionnaire majoritaire est étatique. La présence d'investisseurs étrangers a également un effet positif sur la probabilité d'un soutien.

Friedman, Johnson et Mitton (2003) proposent un modèle afin de justifier pourquoi le soutien financier de filiales est particulièrement susceptible de se manifester lorsqu'elles sont victimes d'expropriation. L'intuition en est que l'actionnaire majoritaire prend en considération les coûts d'opportunité qu'il supporte en cas de faillite de sa filiale. Ces coûts se manifestent sous la forme de l'espérance de bénéfices privés qu'il pourra retirer de la société dans le futur si elle continue d'opérer. Cela l'incite à intervenir pour garantir la continuité des bénéfices qu'il retire du *tunneling*. Si son espérance de gains privés futurs dépasse le coût du soutien immédiat, il devient rationnel de financer l'entreprise afin qu'elle évite la banqueroute.

Il s'agit d'un élément non négligeable du point de vue d'un créancier car il relativise le problème du *tunneling*. La fonction de profit du prêteur est en effet concave : quel que soit le résultat de la société, ses gains sont plafonnés. Si l'actionnaire majoritaire détruit de la valeur du fait de l'expropriation d'actifs de la société mais garantit une certaine stabilité de l'activité, cela peut se révéler sans conséquences négatives pour un créancier. En outre, devant l'ampleur du problème, les autorités réglementaires chinoises ont fini par réagir.

d. L'intervention du régulateur pour limiter l'ampleur de l'expropriation des sociétés cotées

Face à l'ampleur prise par le phénomène d'expropriation par l'actionnaire majoritaire des sociétés cotées, le régulateur chinois a tenté à plusieurs reprises de réagir.

En 2001, la *CSRC* émet une requête visant à interdire les prêts d'une société cotée à son actionnaire majoritaire. Cependant, celle-ci n'est accompagnée d'aucune sanction juridique. En outre, la plupart des actionnaires majoritaires sont des sociétés non cotées hors d'atteinte de la commission de régulation. De ce fait, cette requête sera largement ignorée et le phénomène ne sera pas stoppé.

En août 2003, la *CSRC* émet cette fois-ci une instruction explicite interdisant ce type de prêts (Règlement 2003-56). Les postes au bilan réservés aux prêts inter-entreprises doivent être réduits de 30% par an. Encore une fois, l'absence de contrainte juridique rend peu crédible la menace et la réglementation est largement ignorée.

En janvier 2004, le Conseil d'Etat chinois intervient par le biais de la directive 2004-3 qui traite « De la réforme et du développement des marchés de capitaux ». Le *tunneling* y est explicitement interdit et il est précisé que la pratique doit cesser sous peine de punitions des fraudeurs. En juillet de la même année, la *CSRC* propose aux actionnaires le « *Debt for Equity swap* » : il s'agit d'éponger les comptes du bilan des entreprises cotées en remboursant en actions la dette.

Finalement, en juin 2005, le règlement 2005-37 de la *CSRC* prévoit des pénalités explicites pour la pratique du *tunneling*. Celles-ci sont renforcées par la directive du Conseil d'Etat « De l'amélioration de la qualité des entreprises cotées » qui rend possible des punitions personnelles pour les dirigeants des compagnies se prêtant à l'expropriation des entreprises cotées. Ces sociétés ont alors jusqu'au 31 décembre 2006 pour se conformer à la législation interdisant les crédits intra-groupes en faveur de l'actionnaire majoritaire. Cette menace sera suivie d'effets. Le 7 novembre 2006, huit ministres annoncent dans un communiqué commun que les dirigeants ne se pliant pas à la réglementation pour la fin de l'année seront renvoyés et risquent une condamnation personnelle.

Le 31 décembre 2006, dix-sept entreprises faillissent à rembourser les prêts accordés par leur filiale. Sur ces dix-sept sociétés, les dirigeants de dix d'entre elles sont arrêtés. Il est probable que depuis 2007 les incitations de l'actionnaire majoritaire

à profiter de sa position soient fortement réduites du fait du risque juridique encouru. Cela ne signifie pas pour autant que tous les risques d'agence aient disparu au sein des sociétés cotées chinoises : la gouvernance d'entreprise reste problématique.

#### D. Structure de la gouvernance d'entreprise en Chine

Pour Allen, Qian et Qian (2005), la mauvaise gouvernance d'entreprise est à l'origine de la médiocre profitabilité des entreprises cotées chinoises. Pourtant, le processus de privatisation s'est accompagné d'une décentralisation progressive des décisions managériales du gouvernement central vers les entreprises. Les règles de gouvernance édictées par les autorités publiques semblent calquées sur les standards occidentaux (et notamment anglo-saxons). Les entreprises cotées doivent être constituées d'un conseil d'administration qui dirige l'organisation. Il est contrôlé par un conseil de supervision. Son président concentre le pouvoir exécutif. Des administrateurs externes doivent être nommés. En 2001, la CSRC a émis la directive 102 « Lignes directrices pour l'établissement d'un système d'administrateurs indépendants pour les compagnies cotées ». Cette directive prévoyait qu'un tiers des administrateurs soient indépendants et non exécutifs d'ici à juin 2003. Les dirigeants perçoivent encore peu de rémunérations incitatives sensées réduire les risques d'agence. Cependant, le renvoi des dirigeants lorsque les performances des sociétés sont trop mauvaises est une réalité (Chang et Wong, 2004 ; Groves et al. 1995).

Les règles édictées sont donc conformes aux standards des pays développés mais la question de l'effectivité de leur application se pose. Par exemple, le président du Conseil d'administration semble disposer dans les faits d'encore plus de pouvoir en Chine que son homologue dans les pays développés (Chen et al., 2006). De plus, la fonction d'auditeur est relativement nouvelle dans ce pays ce qui limite la fiabilité des contrôles (Allen et al., 2005). Les deux principaux défis de la gouvernance d'entreprise en Chine sont de permettre d'éviter les interventions politiques et la fraude.

Certaines structures de gouvernance semblent plus à même de limiter les cas de fraude. Notamment les caractéristiques du conseil d'administration influencent la probabilité de commettre une fraude ou non. La proportion de directeurs externes, la présence d'investisseurs étrangers ou encore le nombre d'années d'exercice du président au sein du conseil d'administration semblent préserver les entreprises

d'entreprendre des actions frauduleuses. Le nombre de réunions annuelles est par contre positivement associé à la probabilité de commettre une fraude<sup>32</sup> (Chen et al., 2006).

Les interventions politiques ont, quant à elles, un impact mitigé sur les performances de l'entreprise. Les hommes politiques cherchent par exemple à poursuivre des objectifs sociaux comme la correction d'inefficiences du marché, la réduction des inégalités de revenus, ou encore le soutien (excessif) de l'emploi (Boycko et al., 1996 ; Shleifer et Vishny, 1994, 1998). Ces objectifs passent souvent par une surproduction, un surinvestissement, ou des surcapacités en termes d'emploi au détriment de la performance économique de l'entreprise. De nombreux dirigeants d'entreprises ont des connexions avec le pouvoir politique en Chine. Ce constat n'est guère étonnant dans la mesure où l'Etat est actionnaire de la majorité des sociétés cotées et qu'elles sont pour la plupart d'anciennes entreprises d'Etat. Fan, Wong et Zhang (2007) s'intéressent aux performances des entreprises cotées en fonction des rapports du dirigeant avec le pouvoir politique. Sur leur échantillon de 790 entreprises introduites en bourse de 1993 à 2001 (soit 73% du total sur la période), 27% des dirigeants de ces sociétés avaient un réseau politique développé. Un dirigeant est ici considéré comme disposant de « connexions » politiques lorsqu'il a lui-même été au cours de sa carrière un haut-fonctionnaire. La proximité du dirigeant avec les milieux politiques semble avoir un impact sur la composition des conseils d'administration. Les auteurs de l'étude montrent que lorsque le dirigeant a des relations politiques, la présence d'autres bureaucrates au sein du conseil d'administration est favorisée. En outre, la présence de professionnels issus du monde de l'économie ou de la finance diminue. Enfin, les entreprises dont le dirigeant est un ancien haut-fonctionnaire réalisent des performances plus mauvaises que la moyenne, que ce soit en termes de rendements boursiers ou de résultats comptables.

Le rôle du politique est cependant ambigu. Comme le notent Chang et Wong (2004), l'intervention du parti communiste au sein des entreprises s'accompagne de coûts politiques (du fait des objectifs poursuivis) mais également de bénéfices éventuels en termes de risques d'agence. La littérature financière discute de l'influence des comités locaux du parti (notamment Qian, 1995). La théorie de la « main

---

<sup>32</sup> Du fait, selon les auteurs de l'étude, que les membres du conseil d'administration, conscients d'être sur le point de commettre une action illégale, ont besoin de plus de temps de débat pour savoir comment l'entreprendre.

voleuse » suggère que ces comités, en obligeant les entreprises à poursuivre des objectifs sociaux et politiques, sont destructeurs de valeur. Cependant, la théorie de la « main aidante » argue du fait que les comités politiques ont un effet bénéfique sur les performances de l'entreprise en lui garantissant l'accès à des ressources rares (du fait des connexions politiques) et, dans un univers de gouvernance d'entreprise peu effective, en contrôlant l'action des dirigeants. Les résultats empiriques de l'étude de Chang et Wong indiquent plutôt qu'en moyenne le niveau d'intervention du parti communiste a un impact négatif sur la performance des entreprises cotées.

Malgré les réformes menées, la forte présence de l'Etat parmi les entreprises cotées et l'environnement règlementaire encore faible, associés sans doute à la relative jeunesse de l'expérience du capitalisme font que la gouvernance d'entreprise est encore lacunaire en Chine.

Nous avons jusqu'à présent montré que les investisseurs étrangers sont susceptibles de souffrir d'asymétries d'information par rapport aux investisseurs domestiques chinois, et que ces asymétries d'information devraient se traduire dans la composition des syndicats bancaires. La structure de propriété des entreprises emprunteuses a un impact sur les risques d'agence. Les prêteurs sont donc susceptibles d'en tenir compte dans leur décision d'octroi de fonds ; ce d'autant plus dans le contexte chinois où les risques d'agence sont exacerbés. Dans la section suivante, nous testons empiriquement si la structure de propriété des entreprises est prise en compte par les banques étrangères dans leur décision de prêt. L'intuition en est que certaines structures de propriété, en réduisant les risques d'agence, peuvent ainsi éliminer les asymétries d'information subies par les investisseurs étrangers.

## **Chapitre 5 – Concentration de l’actionnariat et composition des syndicats bancaires : une approche empirique**

Ce chapitre cherche à mettre en évidence l’impact de la structure de propriété des entreprises chinoises sur la présence de banques étrangères au sein des syndicats bancaires. Si les entreprises chinoises sont particulièrement opaques pour les banques étrangères, ces dernières devraient favoriser certaines caractéristiques qui réduisent les risques d’agence. En limitant ces risques, les entreprises envoient un signal positif aux banques qui peuvent alors prêter à des taux compétitifs avec les banques domestiques.

### **1 – Données et statistiques de l’échantillon**

#### **A. Données**

Les données concernant les prêts syndiqués, les entreprises cotées emprunteuses et les banques participant à la syndication sont obtenues sur la base de données Bloomberg. L’échantillon contient à l’origine 939 prêts syndiqués sur la période 1999-2009. La nécessité d’obtenir des données financières, ainsi que sur la structure de propriété des entreprises, nous oblige à le réduire considérablement. Au final, celui-ci contient 94 prêts syndiqués accordés à des entreprises non financières cotées chinoises sur la période 2004-2009. Les institutions financières ont été exclues car leurs besoins de financement sont supposés différer des entreprises non financières.

La nationalité des banques participantes est collectée à la main. Cette information est disponible dans l’onglet *incorporated* de la base de données Bloomberg. Si celui-ci n’est pas présent, l’onglet *country of domicile* est utilisé pour obtenir cette information. Il y a 372 banques ou institutions financières différentes impliquées dans l’échantillon. Etant donné que les banques hongkongaises et taïwanaises ont connu un développement historique différent des banques chinoises, elles sont ici considérées comme étrangères. Les résultats sont cependant robustes lorsqu’elles sont exclues de la catégorie des banques étrangères. Sur le total de participants, il y a 79 banques chinoises (21% de l’échantillon), 237 banques étrangères hors Hong-Kong et Taïwan (64%) et 56 banques originaires de Hong Kong et Taïwan (15%).

## B. Variables et statistiques de l'échantillon

Le tableau 1 présente un résumé de statistiques simples de l'échantillon. Les entreprises emprunteuses ont un actionnariat très concentré (représenté par la part détenue par l'actionnaire majoritaire). En moyenne, l'actionnaire majoritaire détient 70% du capital. La concentration minimale (non reportée) s'élève déjà à 32% ce qui est important par rapport à la moyenne des pays développés. Cette forte concentration est conforme aux observations habituelles menées sur la Chine. Elle est également en phase avec le modèle de Bebchuk présenté au chapitre 3 – 1 qui, à un environnement juridique de faible protection des investisseurs, associe une structure de propriété concentrée.

La profitabilité moyenne des entreprises, appréciée à partir du *Return on Assets (ROA)*, est plutôt élevée à 6,5%. Cependant, celui-ci est très variable d'une entreprise à l'autre : l'écart type est de 10,4%. Les 10% d'entreprises les moins profitables ont un *ROA* négatif tandis que celui des 10% d'entreprises les plus profitables dépasse 18,9%.

Le levier financier moyen (calculé comme le total des dettes du bilan sur le total des actifs du bilan), à 32,1%, semble en phase avec celui d'autres études menées en Europe et au Etats-Unis. Par exemple, les entreprises européennes accédant au marché des prêts syndiqués dans l'échantillon d'Altunbas et al. (2009) ont un levier moyen qui oscille entre 29% et 31%<sup>33</sup>. Les entreprises américaines de Sufi (2007) ont un levier financier moyen de 34%. Toujours dans l'article de Sufi, les 10% d'entreprises les moins endettées atteignent un levier de 10% contre 10,9% dans notre échantillon, la médiane est à 32% tout comme celle de notre échantillon, et les 10% d'entreprises les plus endettées ont un ratio qui dépasse 60% contre 50% dans notre échantillon. Le levier financier des entreprises chinoises de l'échantillon apparaît donc dans la norme des sociétés des pays développés accédant au marché des prêts syndiqués.

Le ratio de dette de court terme moyen, à 50%, paraît relativement élevé conformément à la structure d'endettement des entreprises cotées chinoises (par exemple, Bhabra et al., 2008) bien que l'écart-type de 31% soit important. Il est

---

<sup>33</sup> Les auteurs distinguent les entreprises entre plusieurs catégories.

calculé comme le montant des dettes financières de court terme au bilan, divisé par le total des dettes financières.

**Tableau 1**  
**Résumé statistique**

Ce tableau présente un résumé statistique pour un échantillon de 118 prêts syndiqués accordés à 102 entreprises sur la période 2004-2009. Les statistiques correspondant aux entreprises sont calculées par entreprise et celles correspondant aux prêts syndiqués sont calculées par prêt. Les données financières sont celles correspondant aux entreprises l'année précédant la date d'octroi du prêt

	No. d'obs.	Moyenne	Ecart-type	Distribution		
				10%	50%	90%
<b>STRUCTURE DE PROPRIETE DE L'ENTREPRISE</b>						
<i>Concentration de l'actionnariat</i>	128	0,70	0,18	0,44	0,69	0,93
<b>CARACTERISTIQUES FINANCIERES DE L'ENTREPRISE</b>						
<i>ROA</i>	122	0,065	0,104	-0,001	0,055	0,189
<i>Levier financier</i>	113	0,321	0,15	0,109	0,317	0,498
<i>Dettes de court terme</i>	112	0,50	0,309	0,092	0,462	1
<i>Actifs tangibles</i>	115	0,431	0,223	0,126	0,404	0,728
<i>Ratio Market to Book</i>	111	1,65	1,226	0,699	1,27	3,07
<i>Taille (en milliards de USD)</i>	123	72,545	287,19	0,224	7,124	64,94
<b>CARACTERISTIQUES DU PRET SYNDIQUE</b>						
<i>Maturité (en années)</i>	126	5,9	4,3	1	5	12
<i>Montant (en millions de USD)</i>	128	2311	9319,6	50	227,5	3500
<b>COMPOSITION DU SYNDICAT</b>						
<i>Proportion de banques étrangères</i>	128	0,5	0,42	0	0,6	1

Les actifs tangibles sont calculés comme le total des actifs fixes au bilan sur le total des actifs. En moyenne, ils sont de 43% dans l'échantillon contre 32% chez Altunbas et al. (2009).

Le ratio *Market to Book* calculé comme la valeur de marché de l'entreprise sur la valeur comptable des fonds propres paraît assez faible en moyenne à 1,65 comparé au *Market to Book* moyen chez Altunbas et al. (2009) qui s'élève à 2,40 mais il est en phase avec celui de l'échantillon d'entreprises utilisant le marché des prêts syndiqués de Lee et Mullineaux (2004) à 1,525.

La taille des emprunteurs est mesurée à partir de la valeur du total des actifs au bilan. Les entreprises de très grande taille sont concentrées dans la queue de distribution puisque seul les 10% d'entreprises les plus grandes dépassent 65 milliards de USD alors que la taille moyenne est de 73 milliards de USD. La section 4.A de ce

chapitre montre que les principaux résultats de l'étude sont robustes même en tenant compte de la taille des emprunteurs.

La maturité moyenne de 6 ans et les montants importants confirment que les caractéristiques des prêts syndiqués les rapprochent plus du marché obligataire que d'un prêt bancaire bilatéral.

Enfin, la proportion de banques étrangères (calculée comme le nombre de banques étrangères participantes sur le total de participants au prêt syndiqué) est assez équilibrée avec une moyenne à 50% et une médiane à 60%. L'écart-type de 42% ainsi que les queues de distribution montrent toutefois que les banques étrangères ont tendance soit à former la quasi-totalité des participants des syndicats bancaires, soit à en être totalement absentes. 50% des syndicats de l'échantillon<sup>34</sup> sont composés exclusivement soit de banques chinoises, soit de banques étrangères. Cette forte ségrégation de la nationalité des banques paraît énigmatique. La section suivante s'attache à expliquer la présence des banques étrangères au sein des syndicats bancaires à partir d'un modèle empirique.

## 2 – Le modèle empirique

Nous cherchons à déterminer si la concentration de l'actionnariat des entreprises a une influence sur la présence de banques étrangères au sein des syndicats bancaires à l'aide du modèle suivant :

$$\begin{aligned}
 & \textit{Proportion d'étrangers dans le syndicat}_i \\
 & = \beta_0 + \beta_1 \cdot \textit{Structure de propriété}_i \\
 & + \beta_2 \cdot \textit{Caractéristiques financières}_i \\
 & + \beta_3 \cdot \textit{Caractéristiques du prêt}_i + \sum_{k=0}^8 \textit{Industrie}_k + \sum_{t=0}^9 \textit{Année}_t \\
 & + \varepsilon_i
 \end{aligned}$$

Le tableau 2 résume les variables employées dans l'étude et le signe du coefficient attendu sur la présence de banques étrangères au sein du syndicat bancaire.

---

<sup>34</sup> Statistique non reportée dans le tableau 1.

## A. Les variables relatives à la structure de propriété de l'emprunteur

La variable explicative principale du modèle est la concentration de l'actionnariat<sup>35</sup>. Elle est mesurée alternativement comme la part de la propriété détenue par l'actionnaire majoritaire, et comme l'indice d'Herfindahl des parts détenues par les actionnaires de l'entreprise. Cet indice, compris entre 0 et 1, tient également compte de la concentration des autres actionnaires de l'entreprise. Si les actionnaires minoritaires sont également relativement concentrés, ils peuvent contrôler l'actionnaire majoritaire ce qui réduit les risques d'expropriation d'actifs (Aslan et Kumar, 2008). Nous testons également la nationalité de l'actionnaire majoritaire pour tenir compte d'un éventuel effet de sélection. Les banques étrangères peuvent en effet préférer que l'actionnaire majoritaire de l'entreprise emprunteuse soit lui-même étranger pour une raison de transparence. La collusion éventuelle entre banques chinoises et emprunteur semble également plus probable si l'actionnaire majoritaire est chinois. Etant donné que cette dernière variable réduit le nombre d'observations, nous testons également le modèle sans l'inclure.

Il est difficile de prédire le signe que prendra le coefficient estimé des variables de concentration de l'actionnariat comme l'a montré le chapitre 3. La concentration peut augmenter la performance de l'emprunteur en réduisant les risques d'agence mais celle-ci peut au-delà d'un certain seuil détruire les incitations du dirigeant. Elle peut également être associée à une forte dissociation du contrôle et du droit aux résultats financiers.

---

<sup>35</sup> **Mise en garde** : la base de données Bloomberg permet uniquement d'obtenir les informations sur la structure de propriété des entreprises pour l'année en cours. Il peut exister un décalage entre la structure de propriété de l'entreprise au moment de l'évaluation de l'emprunteur par les banques et les mesures utilisées dans l'étude. Cela constitue une limite méthodologique qu'il n'est pas possible d'éviter ici. Cependant, il est peu probable que la concentration de l'actionnariat ait beaucoup évolué sur la période de l'étude car les transferts de propriété des actions non échangeables (qui représentent en moyenne deux-tiers du capital des entreprises cotées) se font par bloc après accord du ministère des finances et de la CSRC. S'il y a eu des changements de propriété depuis 2004, ceux-ci ont dû très peu modifier la concentration de l'actionnariat. La section 4 – D tente de répondre partiellement à ce problème en considérant une mesure alternative de la concentration de l'actionnariat moins sensible aux éventuelles fluctuations de celle-ci.

**Tableau 2**  
**Description des variables de l'étude**

<b>VARIABLE DEPENDANTE</b>			
<b>Variable</b>	<b>Description</b>		
<i>Proportion de banques étrangères</i>	Nombre de banques étrangères participantes divisé par le nombre total de banques participant à la syndication du prêt		
<b>VARIABLES EXPLICATIVES PRINCIPALES</b>			
<b>Variabes</b>	<b>Description</b>	<b>Signe attendu</b>	<b>Références</b>
<i>Part actionnaire maj.</i>	Pourcentage de la propriété de l'entreprise détenue par l'actionnaire majoritaire	(?)	Shleifer et Vishny (1986); Burkhart et al. (1997)
<i>Indice HH concentration</i>	Somme des carrés des parts détenues par les actionnaires de l'entreprise	(?)	Bebchuk (1999)
<b>AUTRES VARIABLES DE CONTROLE</b>			
<b>Variabes</b>	<b>Description</b>	<b>Signe attendu</b>	<b>Références</b>
<i>Chinois majoritaire</i>	Variable muette prenant la valeur 1 si l'actionnaire majoritaire est de nationalité chinoise	(-)	
<i>ROA</i>	Résultat d'exploitation après impôt théorique sur le total des actifs	(+)	Yeung (2009) ; Podpiera (2006) ; Wei et Wang (1997)
<i>Levier financier</i>	Ratio du total des dettes au bilan sur le total des actifs	(?)	Hirshleifer et Thakor (1989) ; Harris et Raviv (1990)
<i>Dette CT</i>	Ratio des dettes de court terme sur le total des dettes au bilan	(?)	Esho (2001) ; Diamond (1991)
<i>Actifs tangibles</i>	Ratio des actifs fixes au bilan sur le total des actifs	(+)	Altunbas et al. (2009)
<i>Ratio MtB</i>	Ratio de la valeur de marché des fonds propres sur leur valeur comptable	(-)	Altunbas et al. (2009)
<i>Taille</i>	Logarithme népérien du total des actifs de l'entreprise en USD	(+)	Altunbas et al. (2009)
<i>Maturité</i>	Maturité en années du prêt syndiqué	(-)	Aslan et Kumar (2008)
<i>Montant</i>	Logarithme népérien du montant du prêt syndiqué en USD	(?)	
<i>Industrie</i>	Variables muettes comprises entre 0 et 8		Yeung (2009)
<i>Année</i>	Variables muettes comprises entre 0 et 9. 0 correspondant à 1999		

## B. Les variables relatives aux caractéristiques financières des emprunteurs

Les variables relatives aux caractéristiques financières des entreprises sont calculées sur la base des données comptables l'année précédant l'octroi du prêt syndiqué. Ces données sont en effet plus proches de celles utilisées par les banques lors de leur diagnostic financier des emprunteurs.

Le *ROA* prend en compte la performance de l'emprunteur. Des études montrent que, malgré les réformes du système bancaire, les banques chinoises contrôlées par l'Etat tendent encore à accorder des prêts à la suite de pressions politiques (Yeung, 2009 ; Podpiera, 2006 ; Wei et Wang, 1997). Le comportement des banques étrangères devrait donc se calquer sur des critères plus commerciaux. En outre, si les banques étrangères souffrent d'asymétries d'information, un meilleur *ROA* donne une indication positive sur la capacité de l'emprunteur à rembourser sa dette. Un coefficient positif est attendu.

Le levier financier peut être un indicateur de probabilité de défaut. Plus celui-ci est élevé, plus l'emprunteur a un risque important de ne pas rembourser sa dette (Harris et Raviv, 1990). Cependant, il peut également être considéré comme représentatif de la réputation de l'emprunteur. Si celui-ci bénéficie d'une bonne réputation, il est capable d'emprunter des montants plus importants et son levier augmente (Hirshleifer et Thakor, 1989). Ce dernier point pourrait favoriser la présence d'investisseurs étrangers. Aucun signe n'est prédit pour ce coefficient.

De même, le ratio des dettes de court terme indique une plus forte probabilité de détresse financière. Cependant, en obligeant l'entreprise à assurer régulièrement le remboursement de sa dette, il peut limiter les risques d'agence en obligeant le dirigeant à adopter une gestion vertueuse (Altunbas et al., 2009 ; Esho, 2001 ; Diamond, 1991).

La présence d'actifs tangibles peut avoir un impact bénéfique en terme d'information pour le prêteur car elle indique une plus forte valeur liquidative en cas de défaut (Altunbas et al., 2009). Un coefficient estimé positif est donc attendu. Toutefois, la faiblesse de la protection des créanciers en Chine peut affecter ce résultat dans la mesure où les prêteurs ne sont pas assurés de pouvoir mettre effectivement la main sur ces actifs en cas de non remboursement.

Le ratio *Market to Book* est généralement considéré dans la littérature financière comme pouvant approximer les asymétries d'information. Un ratio élevé indique que

la valorisation de la société repose surtout sur des options de croissance. La possibilité de faire de la substitution d'actifs (aléa moral) une fois les fonds accordés est alors jugée plus importante (par exemple, Altunbas et al. 2009). Un signe négatif est attendu.

La taille sert également de proxy pour les asymétries d'information. Les entreprises de grande taille sont supposées mieux connues toutes choses égales par ailleurs (par exemple, Altunbas et al., 2009).

### C. Les caractéristiques du prêt syndiqué, le secteur industriel et l'année

Lorsque les risques d'agence sont importants, la maturité des prêts syndiqués est plus faible (Aslan et Kumar, 2008). Nous prédisons donc que la présence d'étranger est associée à des prêts de maturité plus courte. Nous contrôlons également pour le montant du prêt.

Le pouvoir politique chinois tend à donner la priorité à certains secteurs industriels jugés plus importants pour le développement du pays (Yeung, 2009). Les possibles pressions politiques sur les décisions de prêt des banques chinoises d'Etat peuvent impliquer que le secteur industriel ait un impact sur la composition des syndicats bancaires. Enfin, étant donné le rythme des réformes en Chine, et l'importance des transformations que connaît le secteur financier sur une période de temps très courte, nous contrôlons également pour l'année du prêt.

## 3 – Estimations et résultats

### A. Matrice de corrélation des variables

Le tableau 3 en annexe A donne la matrice de corrélation des variables de l'étude empirique. Il ne paraît pas y avoir de problème de corrélation entre les différentes variables. Excepté la part de l'actionnaire majoritaire et l'indice de Herfindahl de concentration de l'actionnariat qui sont logiquement quasi-parfaitement corrélés, la corrélation la plus élevée est de 0,39 entre les variables *Levier financier* et *Actifs tangibles*; ce qui semble acceptable.

## B. Banques étrangères et structure de propriété des entreprises

Les résultats de la régression de la composition des syndicats bancaires sur la structure de propriété des entreprises emprunteuses sont reportés dans le tableau 4. Les deux variables de la concentration de l'actionnariat – la part détenue par l'actionnaire majoritaire et l'indice d'Herfindahl de la concentration de l'actionnariat – ont un coefficient estimé positif et statistiquement significatif à 1%. Les banques étrangères participent d'avantage aux syndicats bancaires lorsque la structure de propriété de l'emprunteur est fortement concentrée. Cela indique que le contrôle accru qui découle de la présence d'un actionnaire majoritaire important l'emporte sur les effets désincitatifs sur le dirigeant d'une telle concentration. De même, le risque éventuel d'expropriation du fait d'un décalage entre le pouvoir de contrôle et les droits financiers ne semble pas particulièrement peser dans l'évaluation de l'emprunteur par les banques étrangères. Ce résultat peut s'expliquer pour deux raisons. Premièrement, une banque n'est pas entièrement associée aux performances de son emprunteur. Autrement dit, sa fonction de profit est concave : il lui suffit que le résultat de l'entreprise atteigne la valeur de remboursement de la créance. L'effet désincitatif sur le dirigeant ne met sans doute pas en cause la survie de l'entreprise mais risque simplement d'en réduire la valeur. Du point de vue d'un créancier, l'effet de contrôle l'emporte donc largement sur l'effet de désincitation puisqu'il n'est pas associé à la maximisation de la valeur de l'entreprise. Deuxièmement, nous ne mesurons pas précisément le ratio pouvoir de contrôle sur droit aux résultats financiers. Toutes les entreprises de l'échantillon ont une structure de propriété concentrée normalement associée à de fortes valeurs de ce ratio. Il est donc difficile de dire *a priori* que ce ratio augmente avec la part détenue par l'actionnaire majoritaire (l'intuition ferait plutôt penser le contraire). L'indice d'Herfindahl pour la concentration de l'actionnariat tient en plus compte de l'importance des actionnaires minoritaires. Or, il est plus difficile pour un actionnaire majoritaire de tirer bénéfice de sa position lorsque les autres actionnaires ont un poids relativement important. Ceux-ci peuvent contrôler à leur tour les actions de l'actionnaire majoritaire. Ainsi, les variables utilisées ne peuvent rendre compte du risque dû à un décalage du pouvoir de contrôle des droits financiers. Il faudrait pour cela mesurer directement ce ratio. Cela va cependant au-delà des objectifs de ce mémoire.

**Tableau 4**  
**Composition des syndicats bancaires et concentration de l'actionariat**

Ce tableau reporte les estimations des coefficients de la régression de la composition des syndicats bancaires sur la structure de propriété des entreprises emprunteuses. La proportion de banques étrangères au sein des syndicats est la variable dépendante. Les variables explicatives sont décrites dans le tableau 2. Les valeurs du *t de Student* sont reportées entre parenthèses sous les coefficients estimés. \*, \*\*, \*\*\* indique la significativité statistique à 10%, 5% et 1%.

VARIABLE DEPENDANTE	Proportion de banques étrangères			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<b>Part act. maj.</b>	0,539*** (2,68)	0,818*** (3,11)		
<b>Indice HH conc.</b>			0,523*** (2,98)	0,804*** (3,52)
<b>Chinois maj.</b>		-0,074 (-0,81)		-0,087 (-0,96)
<b>ROA</b>	-0,0002 (-0,05)	0,006 (1,19)	-0,0001 (-0,03)	0,008 (1,45)
<b>Levier financier</b>	-0,001 (-0,47)	0,0004 (0,16)	-0,001 (-0,43)	0,001 (0,18)
<b>Dette CT</b>	0,238** (2,08)	0,277** (2,28)	0,225* (1,98)	0,265** (2,22)
<b>Actifs tangibles</b>	-0,336* (-1,97)	-0,254 (-1,34)	-0,349** (-2,06)	-0,269 (-1,45)
<b>Ratio MtB</b>	0,086** (2,49)	0,092** (2,19)	0,084** (2,48)	0,091** (2,19)
<b>Taille</b>	0,018 (1,07)	-0,003 (-0,11)	0,019 (1,10)	-0,006 (-0,28)
<b>Maturité</b>	0,004 (0,51)	0,003 (0,34)	0,004 (0,51)	0,003 (0,29)
<b>Montant</b>	-0,065*** (-3,08)	-0,069*** (-2,84)	-0,066*** (-3,15)	-0,072*** (-3,02)
<b>Industrie</b>	OUI	OUI	OUI	OUI
<b>Année</b>	OUI	OUI	OUI	OUI
<b>N</b>	94	77	94	77
<b>R<sup>2</sup> ajusté</b>	0,49	0,47	0,50	0,49
<b>Pr &gt; F</b>	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001

Le fait que les banques étrangères interprètent comme un signal positif une structure de propriété concentrée indique qu'elles souffrent plus d'asymétries d'information avec les emprunteurs que leurs homologues chinoises. Si les banques étrangères disposaient de la même information que les banques locales, il n'y aurait pas de raison logique pour que celles-ci privilégient ce type de structure de propriété. Un actionariat concentré indique que la gestion de l'entreprise sera plus rigoureuse, réduisant ainsi les risques d'agence et donc le désavantage informationnel des banques étrangères.

La nationalité de l'actionnaire majoritaire ne semble pas influencer la composition des syndicats bancaires : le coefficient a le signe attendu mais n'est pas statistiquement significatif. Il n'y a donc pas collusion entre banques chinoises et actionnaire chinois. La présence d'un actionnaire étranger ne semble pas non plus être un gage de plus grande transparence pour les banques étrangères.

Deux caractéristiques financières ont également un impact positif sur la présence des banques étrangères dans les syndicats : le ratio de dette de court terme et le *Market to Book*. Une maturité plus faible des dettes de l'entreprise peut être un bon moyen de contrôler les actions du dirigeant. Celui-ci aura moins la capacité de mettre en œuvre une politique de gestion qui suit ses intérêts propres s'il doit régulièrement rembourser la dette et retrouver de nouveaux prêteurs. Les banques étrangères semblent ainsi valoriser les entreprises qui ont un fort ratio de dette de court terme car il s'agit d'un moyen supplémentaire pour limiter les risques d'agence. Une forte valorisation par le marché est associée à une plus forte présence des banques étrangères dans les syndicats bancaires. Ce résultat n'est pas conforme avec l'hypothèse selon laquelle le ratio *Market to Book* approxime les asymétries d'information. Une explication alternative est possible (Altunbas et al., 2009) : il n'est pas illogique que les prêteurs favorisent les entreprises les mieux appréciées sur le marché (i.e. les plus valorisées). Les banques étrangères peuvent préférer une entreprise fortement valorisée sur les marchés financiers car elles sont souvent mieux connues et associées à une plus grande couverture médiatique et de la part des analystes financiers. Il est donc concevable que les entreprises ayant un fort ratio *Market to Book* soient plus transparentes auprès des investisseurs étrangers. Le coefficient estimé pour la variable *actifs tangibles* est plus intrigant car du signe négatif. Il faut cependant remarquer qu'il n'est pas toujours statistiquement négatif. Une explication envisageable est que les banques étrangères prêtent à des entreprises évoluant dans certains secteurs d'activité<sup>36</sup> particuliers. Le gouvernement central chinois veille à ce que les secteurs prioritaires aient un accès facilité aux sources de financement (Yeung, 2009). Il s'agit généralement de secteurs en rapport avec l'énergie ou l'extraction de matières premières. Les entreprises évoluant dans ces secteurs prioritaires possèdent beaucoup d'actifs tangibles du fait de leur activité et ont souvent établi des relations de longue date avec les grandes banques chinoises (Yeung, 2009). Il est possible que les banques

---

<sup>36</sup> Les coefficients des variables muettes relatives aux secteurs industriels deviennent d'ailleurs significatifs lorsque ceux de la variable *actifs tangibles* ne le sont pas et inversement.

étrangères financent plutôt d'autres entreprises évoluant dans des secteurs d'activité moins capitalistiques. Une explication complémentaire est que l'effectivité de l'application du droit étant lacunaire en Chine, les créanciers ne sont pas assurés de pouvoir mettre la main sur les actifs tangibles en cas de défaut de paiement de l'emprunteur. Dans ce cas de figure, les banques étrangères n'ont pas de raison particulière de valoriser un fort ratio d'actifs tangibles.

Les banques étrangères sont associées à des prêts dont le montant est plus faible toutes choses égales par ailleurs. Dans un environnement où les risques d'agence demeurent importants, financer des prêts de moindre envergure permet d'acquérir de l'information sur les emprunteurs en limitant la prise de risque par une exposition limitée.

Un point intéressant de l'analyse est que ni le *ROA*, ni le levier financier n'ont d'impact statistiquement significatif sur la présence d'investisseurs étrangers dans les syndicats bancaires. Ce résultat est robuste en utilisant d'autres variables de performance et de risque<sup>37</sup>. Cela indique que les banques chinoises prennent leurs décisions de prêt sur la base de critères de performance et de risque similaires à ceux des investisseurs étrangers. Ce point fait encore débat dans la littérature (par exemple, Yeung, 2009 ; Firth et al., 2009 ; Dobson et Kashyap, 2006 ; Podpiera, 2006 ; Wei et Wang, 1997). Notre étude indique que les réformes du système bancaire chinois semblent faire preuve d'effectivité.

### C. Arrangeur étranger et structure de propriété des entreprises

Dans un syndicat bancaire, les asymétries d'information se manifestent aussi bien entre les banques participantes et l'arrangeur qu'avec l'emprunteur. Les résultats peuvent donc être influencés par les caractéristiques de l'arrangeur du prêt syndiqué. Afin d'isoler les critères d'évaluation des banques étrangères, nous nous intéressons exclusivement à la nationalité de l'arrangeur dans le même échantillon de prêts syndiqués. L'intérêt d'étudier la proportion d'arrangeurs étrangers est que les éventuelles asymétries d'information entre l'arrangeur et les autres participants sont donc évacuées. Cela centre l'analyse sur les asymétries d'information entre le prêteur et l'emprunteur. Le tableau 5 reporte les résultats de la régression de la proportion

---

<sup>37</sup> Cf. section 4 – C de ce chapitre.

d'arrangeurs étrangers dans les syndicats bancaires sur la concentration de l'actionnariat des entreprises emprunteuses. La variable dépendante est ici égale au nombre d'arrangeurs étrangers sur le total des arrangeurs au sein du syndicat<sup>38</sup>. La base de données Bloomberg permet en effet de différencier les participants en fonction du rôle qu'ils tiennent dans le syndicat.

**Tableau 5**  
**Proportion d'arrangeurs étrangers et concentration de l'actionnariat**

Ce tableau reporte les estimations des coefficients de la régression de la proportion d'arrangeurs étrangers au sein des syndicats sur la structure de propriété des entreprises emprunteuses. La proportion d'arrangeurs étrangers au sein des syndicats est la variable dépendante. Elle est calculée comme le nombre d'arrangeurs étrangers sur le total des arrangeurs pour un prêt syndiqué donné. Les variables explicatives sont décrites dans le tableau 2. Les valeurs du *t de Student* sont reportées entre parenthèses sous les coefficients estimés. \*, \*\*, \*\*\* indique la significativité statistique à 10%, 5% et 1%.

VARIABLE DEPENDANTE	Proportion d'arrangeurs étrangers			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<b>Part act. maj.</b>	0,770*** (2,82)	0,946*** (3,24)		
<b>Indice HH conc.</b>			0,719*** (3,04)	0,880*** (3,50)
<b>Chinois maj.</b>		-0,158 (-1,60)		-0,166* (-1,70)
<b>ROA</b>	-0,002 (-0,30)	0,001 (0,10)	-0,001 (-0,13)	0,002 (0,32)
<b>Levier financier</b>	0,001 (0,24)	0,001 (0,32)	0,001 (0,26)	0,001 (0,34)
<b>Dette CT</b>	0,146 (1,09)	0,137 (1,03)	0,134 (1,00)	0,121 (0,92)
<b>Actifs tangibles</b>	-0,236 (-1,15)	-0,189 (-0,92)	-0,248 (-1,22)	-0,199 (-0,98)
<b>Ratio MtB</b>	0,092* (1,98)	0,097** (2,12)	0,089* (1,93)	0,094** (2,07)
<b>Taille</b>	-0,005 (-0,20)	0,001 (0,04)	-0,009 (-0,36)	-0,004 (-0,14)
<b>Maturité</b>	0,017 (1,66)	0,016 (1,61)	0,017 (1,63)	0,016 (1,58)
<b>Montant</b>	-0,104*** (-3,59)	-0,109*** (-3,80)	-0,106*** (-3,70)	-0,112*** (-3,94)
<b>Industrie</b>	OUI	OUI	OUI	OUI
<b>Année</b>	OUI	OUI	OUI	OUI
<b>N</b>	72	72	72	72
<b>R<sup>2</sup> ajusté</b>	0,44	0,45	0,45	0,46
<b>Pr &gt; F</b>	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001

Les résultats confirment que les arrangeurs étrangers favorisent les entreprises à forte concentration de l'actionnariat. Les coefficients estimés des deux mesures de la

<sup>38</sup> Il est fréquent qu'un syndicat bancaire comprenne plusieurs arrangeurs.

concentration de l'actionnariat sont positifs et toujours statistiquement significatifs à 1%. La significativité statistique de la nationalité de l'actionnaire majoritaire s'améliore mais reste faible dans l'ensemble. Les coefficients des ratios de dette de court terme et d'actifs tangibles ne sont par contre plus statistiquement significatifs. Ces deux caractéristiques n'influencent pas particulièrement les banques étrangères à tenir un rôle d'arrangeur dans un syndicat bancaire. Le ratio *Market to Book* continue d'influer sur la présence d'arrangeurs étrangers, confirmant que les entreprises les plus valorisées par le marché sont sans doute les mieux connues pour les investisseurs étrangers. Enfin, la proportion d'arrangeurs étrangers est plus élevée lorsque les montants du prêt sont faibles, conformément au résultat trouvé pour la proportion de banques étrangères participantes.

Ces résultats confirment que la concentration de la propriété est une caractéristique prépondérante dans la phase de diagnostic de l'emprunteur par les banques étrangères. Le ratio de dette de court terme influence donc plutôt les banques participantes comme un indicateur supplémentaire de risques d'agence réduits. A l'inverse, la structure concentrée de la propriété intervient bien pour aider à résoudre les asymétries d'information entre l'emprunteur et les prêteurs.

#### **4 – Tests de robustesse**

##### **A. Taille des entreprises**

Nous ré-estimons le modèle en tenant compte de la taille des entreprises. Celle-ci peut en effet influencer les résultats du fait que les asymétries d'information sont réputées moins importantes pour des entreprises de grande taille. Le critère de séparation choisi est la valeur médiane du total des actifs de bilan de l'échantillon d'entreprises original. Les résultats sont reportés dans le tableau 6 de l'annexe B. Les résultats concernant la concentration de l'actionnariat sont robustes à la taille de l'emprunteur. Les investisseurs étrangers sélectionnent les entreprises auxquelles ils accordent des prêts en fonction de leur structure de propriété. La variable *Chinois majoritaire* a le signe attendu négatif et devient statistiquement significative dans l'échantillon des entreprises de petite taille. Ce résultat indique qu'un actionnaire majoritaire étranger est vu comme apportant plus de transparence lorsque l'entreprise est petite. Il est en accord avec l'hypothèse d'asymétries d'information plus

importantes lorsque la taille de l'emprunteur diminue. De même, les banques étrangères prennent particulièrement en compte la performance de l'emprunteur lorsque celui-ci est de petite taille : le ROA est positif et statistiquement significatif. Le montant du prêt est lui toujours négativement corrélé à la présence d'investisseurs étrangers quelque soit la taille de l'emprunteur.

Ce premier test de robustesse semble confirmer que les asymétries d'information sont plus importantes lorsque l'emprunteur est de petite taille (car la nationalité de l'actionnaire majoritaire et la performance sont pris en compte). La structure de propriété influence cependant le diagnostic des prêteurs sans considération de taille de l'entreprise.

### B. Proximité géographique et culturelle avec la Chine

L'étude a jusqu'à présent référencé les banques de Hong Kong et Taïwan comme étrangères. Ce choix se justifie par l'évolution historique profondément différente qu'ont connu ces établissements financiers par rapport à leurs homologues chinois qui ne se sont pas développés dans un contexte d'économie de marché. Cependant, les asymétries d'information sont susceptibles d'être plus faibles pour les banques originaires de Hong Kong et de Taïwan du fait de la proximité géographique et culturelle avec la Chine. Nous ré-estimons les résultats pour tenir compte de cette possibilité en modifiant la variable dépendante. La nouvelle variable dépendante est égale au nombre de banques étrangères du syndicat bancaire hors Hong Kong et Taïwan rapporté au nombre total de participants. Autrement dit, les banques originaires d'Hong Kong et Taïwan sont considérées comme locales du fait de leur proximité avec la Chine. Le tableau 7 de l'annexe C reporte les valeurs des coefficients estimés de la régression de la proportion de banques étrangères hors Hong Kong et Taïwan sur la structure de propriété des emprunteurs. Il montre que les résultats sont robustes à cette modification de la variable dépendante.

### C. Autres variables de contrôle de la performance et du risque

Le modèle est ré-estimé à partir d'autres variables de performance. La variable *EBE* correspond à l'excédent brut d'exploitation de l'emprunteur rapporté au total de ses actifs au bilan. La variable *résultat net* rapporte également le résultat net des

entreprises de l'échantillon au total des actifs du bilan. Enfin, la *marge opérationnelle* est prise en compte comme mesure alternative de la performance. Le Z score d'Altman est quant à lui utilisé pour rendre compte du risque financier pour le prêteur. Il s'agit d'une mesure du risque de défaut d'un emprunteur. Il est mesuré à partir d'une combinaison linéaire de ratios comptables pondérés. Dans notre modèle, la variable *Levier financier* était utilisée pour mesurer le risque financier. Le Z score d'Altman sert donc de mesure alternative. Il oblige cependant à exclure du modèle le ratio *Market to Book* car les deux variables sont hautement corrélées : le coefficient de Pearson est égal à 0,65.

Les résultats sont reportés dans le tableau 8 de l'annexe D. Les différentes variables de performance ne modifient pas le résultat : les banques étrangères ne prêtent pas particulièrement à des entreprises plus performantes. Cela suggère que les banques chinoises ont un comportement de prêt qui répond à des standards commerciaux. De même, le risque financier apprécié à partir du Z score d'Altman n'influence pas non plus la composition des syndicats bancaires en terme de nationalité.

#### D. Mesure alternative de la concentration de l'actionnariat

La concentration de l'actionnariat a pu évoluer entre la date de décision d'octroi des prêts syndiqués et la date des données disponibles sur Bloomberg. La régression reportée dans le tableau 9 de l'annexe E tente de répondre partiellement à ce problème. La variable explicative de concentration de l'actionnariat est remplacée par une variable muette *Actionnariat* prenant la valeur de 1 lorsque la concentration de l'entreprise dépasse la concentration médiane<sup>39</sup> de l'ensemble des entreprises de l'échantillon. L'avantage d'une telle variable est qu'elle est moins sensible aux éventuels changements de concentration de l'actionnariat au cours de ces dernières années. Bien entendu, si une entreprise a évolué d'une structure très concentrée vers une structure très diffuse (ou inversement), la variable muette ne permet pas non plus d'en tenir compte. Cependant, des changements aussi brutaux de concentration de l'actionnariat paraissent peu probables en Chine du fait de la privatisation très partielle des entreprises cotées.

---

<sup>39</sup> Le test fonctionne également avec la concentration moyenne, les deux statistiques étant quasiment identiques.

Les résultats confirment que les banques étrangères favorisent les entreprises disposant d'une structure très concentrée de l'actionnariat.

## Conclusion

Les critères de participation à un syndicat bancaire varient entre les banques domestiques et les banques étrangères en Chine. La principale explication en est que les banques étrangères - souffrant d'avantage d'asymétries d'information avec leurs emprunteurs - valorisent les entreprises qui réduisent ce désavantage informationnel. Notamment, les investisseurs étrangers participent plus fréquemment à un syndicat bancaire lorsque la structure de propriété de l'emprunteur est très concentrée. Un actionnariat concentré garantit un meilleur contrôle du dirigeant et une meilleure convergence d'intérêt entre les actionnaires et les créanciers, ce qui réduit les problèmes d'agence. Dans un environnement de forts coûts d'agence, les investisseurs étrangers utilisent la structure de propriété des entreprises pour pallier leur déficit informationnel par rapport aux banques locales.

Le ratio dette de court terme peut également être interprété comme une variable réduisant les risques d'agence. Un ratio élevé laisse moins de marge de manœuvre au dirigeant pour poursuivre une politique de gestion dans ses intérêts propres. Les banques étrangères préfèrent donc attribuer des prêts à des entreprises plus fortement endettées à court terme. Un fort ratio *Market to Book* a également un impact positif sur la présence d'investisseurs étrangers au sein du syndicat bancaire. Cela indique que les entreprises mieux connues (car plus fortement valorisées) attirent d'avantage les banques étrangères. Enfin, les investisseurs étrangers semblent couvrir en partie leur risque en participant à des prêts syndiqués impliquant des montants plus faibles que la moyenne. Ces résultats sont conformes avec Kang et Stulz (1997) qui trouvent que les investisseurs étrangers sélectionnent les entreprises qui leurs sont les moins opaques au Japon ou encore avec Chen et al. (2009) qui montrent que la concentration de l'actionnariat est associée à une meilleure performance en Chine.

L'étude tranche en faveur de l'existence d'asymétries d'information entre les banques étrangères et domestiques en Chine. Elle apporte un nouvel éclairage sur les théories de la structure de propriété de l'entreprise, et notamment la concentration de l'actionnariat. Elle confirme que structure de propriété de l'entreprise et structure de la dette sont liées comme le montrent théoriquement Jan Mahrt-Smith (2005) et empiriquement Aslan et Kumar (2008). Elle indique que, du point de vue d'un créancier, l'effet bénéfique de contrôle (Shleifer et Vishny, 1986) l'emporte sur le coût

de la désincitation du dirigeant (Burkart et al., 1997) lorsque l'actionnariat est concentré. Cela s'explique par la forme de la fonction de profit d'un créancier qui n'est que partiellement associé au résultat de l'emprunteur.

## Références

Agarwal, S., S. Faircloth, C. Liu et G. Rhee (2009), Why do foreign investors underperform domestic investors in trading activities? Evidence from Indonesia, *Journal of Financial Markets*, No. 12, p. 32-53.

Ahn, J. et D. Cogman (2007), A quiet revolution in China's capital markets, *The McKinsey Quarterly*

Allen, F., J. Qian et M. Qian (2005), Law, finance and economic growth in China, *Journal of Financial Economics*, No. 77, p. 57-116.

Allen, F., J. Qian et M. Qian (2007), China's financial system: past, present and future, *China's Great Economic Transformation*, ed. Cambridge University Press.

Altunbas, Y., A. Kara et D. Marqués-Ibáñez (2009), Large debt financing: syndicated loans versus corporate bonds, *European Journal of Finance*.

Anon 1998a (17 décembre), Blue chip ambitions, *Far Eastern Economic Review*.

Anon 1998b (31 décembre) Back to basics: Thai leaders focus on what they know best, *Far Eastern Economic Review*.

Anon 1999 (23 juin), First Pacific to buy 40% of Indofood for \$650 million, *Asian Wall Street Journal*.

Aslan, H. et P. Kumar (2008), Controlling shareholder, ownership structure and bank loans, *Working Paper University of Houston*.

Bae, K-H., R.M. Stulz, et H. Tan (2008), Do local analysts know more ? A cross-country study of the performance of local analysts and foreign analysts, *Journal of Financial Economics*, No. 88, p. 581-606.

Bebchuk, L. (1999), A rent-protection theory of corporate ownership and control, *NBER WP*, No. 7203.

Bebchuk, L., R. Kraakman et G. Triantis (2000), Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights, *Concentrated Corporate Ownership* (R. Morck, ed.), p. 445-460.

Bhabra, H.S., T. Liu et D. Tirtiroglu (2008), Capital structure choice in a nascent economy: evidence from listed firms in China, *Financial management*, vol. 37, No. 2, p. 341-364.

Boycko, M., A. Shleifer, R. Vishny (1996), A theory of privatization, *Economic Journal*, vol. 106, No 435, p. 309-319.

Brennan, M. et H. Cao (1997), International portfolio investment flows, *Journal of Finance*, vol. 52, No. 5, p. 1851-1880.

Brown, S. et J. Warner (1985), Using daily stock returns: the case of event studies, *Journal of Financial Economics*, No. 14, p. 3-31.

Burkart, M., D. Gromb, et F. Panunzi (1997), Large shareholders, monitoring and the value of the firm, *Quarterly Journal of Economics* No. 112, p. 693-728.

Chakravarty, S., A. Sarkar et Lifan Wu (1998), Information asymmetry, market segmentation, and the pricing of cross-listed shares: theory and evidence from the Chinese A and B shares, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, No. 8, p. 325-355.

Chan, K., A.J. Menkveld et Z. Yang (2007), The informativeness of domestic and foreign investors' stock trades: Evidence from the perfectly segmented Chinese market, *Journal of Financial Market*, No. 10, p. 391-415.

Chang E.C. et S.M.L. Wong (2004), Political control and performance in China's listed firms, *Journal of Comparative Economics*, No. 32, p. 617-636.

Chen, G., M. Firth, D. Gao et O.M. Rui (2006), Ownership structure, corporate governance and fraud: Evidence from China, *Journal of Corporate Finance*, No. 12, p. 424-448.

Chen, G., M. Firth et O.M. Rui (1996), The economic performance of privatized firms in the people's Republic of China, *Working Paper Hong Kong Polytechnic Institute*

Chen, G., M. Firth et O.M. Rui (2006), Have China's enterprises reform led to improved efficiency and profitability ?, *Emerging Market Review*, No. 7, p. 82-109.

Chen, G., M. Firth, Y. Xin et L. Xu (2008), Control transfers, privatization, and corporate performance: efficiency gains in China's listed companies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 43, No. 1, p. 161-190.

Chen, G., M. Firth et L. Xu (2009), Does the type of ownership control matter? Evidence from China's listed companies, *Journal of Banking and Finance*, No. 33, p. 171-181.

Chen, L-W., Johnson S., J-C. Lin, et Y-J. Liu (2009) Information, sophistication and foreign versus domestic investors' performance, *Journal of Banking and Finance*, No. 33, p. 1636-1651.

Cheung, Y-L., L. Jing, T. Lu, P. Raghavendra Rau, et A. Stouraitis (2009), Tunneling and propping up: an analysis of related party transactions by Chinese listed companies, *Pacific-Basin Finance Journal*, No. 17, p. 372-393.

Choe, H., B-C. Kho et R.M. Stulz (2005), Do domestic investors have an edge? The trading experience of foreign investor in Korea, *Review of Financial Studies*, No. 18, p. 795-829.

Chui, A. et C.C.Y. Kwok (1998), Cross-autocorrelation between A shares and B shares in the Chinese stock market, *Journal of Financial Research*, No. 21, p. 333-355.

Cody, R.P. et J.K. Smith (1997), Applied statistics and the SAS programming language, Prentice Hall, 4<sup>th</sup> edition.

Delios, A., N. Zhou et W. Xu (2008), Ownership structure and the diversification and performance of publicly-listed companies in China, *Business Horizons*, No. 51, p. 473-483.

Demsetz, H. et K. Lehn (1985), The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy*, vol. 93, No. 6, p. 1155-1177.

- Diamond, D., (1984), Financial intermediation and delegated monitoring, *Review of Economic Studies*, No. 51, p. 393-414.
- Diamond, D. (1991), Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt, *Journal of Political Economy*, No. 99, p. 689-721.
- Dobson, W. et A. K. Kashyap (2006), The contradiction in China's gradualist banking reforms, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, p. 103-148.
- Dvořák, T. (2005), Do domestic investors have an information advantage? Evidence from Indonesia, *Journal of Finance*, vol. 60, No. 2, p. 817-839.
- Esho, N., Y. Lam et I.G. Sharpe (2001), Choice of financing source in international debt markets, *Journal of Financial Intermediation*, No. 10, p. 276-305.
- Esty, B. et W. Megginson (2003), Creditor rights, enforcement and debt ownership structure: evidence from the global syndicated loan market, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, No. 1, p. 37-59.
- Fan, J.P.H., T.J. Wong, et T. Zhang (2005), The emergence of corporate pyramids in China, *CEI Working Paper Series*, No. 2005-16.
- Fan, J.P.H., T.J. Wong, et T. Zhang (2007), Politically connected CEOs, corporate governance, and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms, *Journal of Financial Economics*, No. 84, p. 330-357.
- Firth, M., C. Lin, P. Liu et S.M.L Wong (2009), Inside the black box of credit allocation in China's private sector, *Journal of Banking and Finance*, No. 33, p. 1144-1155.
- François, P. et F. Missonier-Piera, The agency structure of loan syndicates, *The Financial Review*, No. 42, p. 227-245.
- Friedman, E., S. Johnson, et T. Mitton (2003), Propping and tunneling, *Journal of Comparative Economics*, No. 31, 732-750.
- Froot, K.A. et T. Ramadorai (2001), The information content of international portfolio flows, *NBER Working Paper*, No. 9000.
- Fungáčová, Z., C.J. Godlewski et L. Weill (2011), "Asymmetric information and loan spreads in Russia: evidence from syndicated loans", *Eastern European Economic Review* (forthcoming).
- Gehrig, T., (1993), An information based explanation of the domestic bias in international equity investment, *Scandinavian Journal of Economics*, No. 95:1, p. 97-109.
- Godlewski, C.J., et L. Weill (2008), Syndicated loans in emerging markets, *Emerging Markets Review*, No. 9, p. 206-219.
- Green, S. (2003), 'Two-thirds privatisation': How China's listed companies are – finally – privatizing, *The Royal Institute of International Affairs, Asia Programme*
- Grinblatt, M. et M. Keloharju (2000), The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set, *Journal of Financial Economics*, vol. 55, No. 1, p.43-67.
- Grinblatt, M. et M. Keloharju (2001), How distance, language and culture influence stockholdings and trades, *Journal of Finance*, vol. 56, No. 3, p. 1053-1073.
- Groves, T., Y. Hong, J. McMillan, B. Naughton (1995), China's evolving managerial labor market, *Journal of Political Economy*, vol. 103, No. 4, p. 873-892.

- Harris, M. et A. Raviv (1990), Capital structure and the informational role of debt, *Journal of Finance*, vol. 45, No. 2, p 55-86.
- Hau, H. (2001), Location matters: an examination of trading profits, *Journal of Finance*, vol. 56, No. 5, p. 1959-1983.
- Hirshleifer, D. et A.V. Thakor (1989), Managerial reputation, project choice and debt, *Working Paper No. 14-89, Anderson Graduate School of Management at UCLA*.
- Jensen, M. et W. Meckling (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, No. 3, p. 305-360.
- Jiang, G., C.M.C. Lee et H. Yue (2010), Tunneling through intercorporate loans: The China experience, *Journal of Financial Economics forthcoming*.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, et A. Shleifer (2000), Tunnelling, *NBER WP*, No. 7523.
- Jones, J., W. Lang et P. Nigro (2005), Agent bank behavior in bank loan syndication, *Journal of Financial Research*, No. 28, p. 385-402.
- Kalev, P., A. Nguyen et N. Oh (2008), Foreign versus local investors : Who knows more ? Who makes more?, *Journal of Banking and Finance*, No. 32, p. 2376-2389.
- Kang, J-K. et R.M. Stulz (1997), Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan, *Journal of Financial Economics*, vol. 46, No. 1, p. 3-28.
- Karolyi, G.A. (2002), Did the Asian financial crisis scare foreign investors out of Japan?, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 10, No. 4, p. 411-442.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, et A. Shleifer (1999), Corporate ownership around the world, *Journal of Finance*, vol. 54, No. 2, p. 471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, et R. Vishny (1998), Law and finance, *Journal of Political Economy*, No. 106, p.1113-1155.
- Lee S.W., et D. Mullineaux (2004), Monitoring, financial distress and the structure of commercial lending syndicates, *Financial Management*, No. 33, p. 107-130.
- Lee S.W., et D. Mullineaux (2010), Financial distress, information asymmetry, and syndicate structure: Evidence from Japanese borrowers, *Finance Research Letters*, No. 7, p. 119-126.
- Leung, M.K., D. Rigby, et T. Young, Entry of foreign banks in the People's Republic of China, *Applied Economics*, No. 35, p. 21-31.
- Levy, H., et M. Sarnat (1970), International diversification of investment portfolios, *American Economic Review*, No. 60:4, p. 668-675.
- Lewis, K., (1999), Trying to explain home bias in equities and consumption, *Journal of Economic Literature*, Vol. 37, p. 571-608.
- Mahrt-Smith, J. (2005), The interaction of capital structure and ownership structure, *Journal of Business*, vol. 78, No. 3, p. 787-815.
- Malloy, C.J. (2005), The geography of equity analysis, *Journal of Finance*, vol. 60, No. 1, p. 719-755.

Manne, H.G. (1965), Mergers and the market for corporate control, *Journal of Political Economy*, No. 73, p. 110-120.

Panyagometh, K., et G. Roberts (2008), Loan syndicate structure: evidence from ex post risk, *Working Paper*.

Pigott, C., S. Hill, et R. Herd (2010), China's financial sector reforms, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 747.

Podpiera R. (2006), Progress in China's banking sector reform: Has bank behavior changed?, *IMF Working Paper*, No. 71.

Qian, Y. (1995), Reforming corporate governance and finance in China, *Corporate Governance in Transitional Economies*, The International Bank for Reconstruction and Development, Washington, DC.

Ringuédé, S. (2008), SAS: introduction au décisionnel, Pearson Education France, 1<sup>ère</sup> édition.

Scharfstein, D. (1988), The disciplinary role of takeovers, *Review of Economic Studies*, No. 55, p. 185-199.

Shleifer, A. et R. Vishny (1986), Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy*, No. 44, p. 23-40.

Shleifer, A. et R. Vishny (1994), Politicians and firms, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, No. 4, p. 995-1025.

Shleifer, A. et R. Vishny (1998), The grabbing hand: government pathologies and their cures, *Harvard Univ. Press, Cambridge, MA*.

Simons, K. (1993), Why do banks syndicate loans? *New England Economic Review of the Federal Reserve Bank of Boston*, p. 45-52.

Stein, J.C. (1988), Takeover threats and managerial myopia, *Journal of Political Economy*, vol. 96, No.1, p. 61-80.

Sufi, A. (2007), Information asymmetry and financing arrangements: evidence from syndicated loans, *Journal of Finance*, vol. 62, No. 2, p. 629-668.

Watanabe, M. (2010), Separation of control and cash-flow rights of State owned listed enterprises: Channels of expropriation following discriminated share reform in China, *Institute of Developing Economies*, Discussion paper No. 224.

Wei, S-J. et T. Wang (1997), The Siamese twins: Do State-owned banks favor State-owned enterprises in China?, *China Economic Review*, vol. 8, No. 1, p. 19-29.

Yeung, G. (2009), How banks in China make lending decisions, *Journal of Contemporary China*, vol. 18, No. 59, p. 285-302.

## Annexe A

**Tableau 3**  
**Matrice de corrélation**

Ce tableau présente la matrice des coefficients de corrélation de Pearson pour les variables utilisées dans l'étude.

	Part action. maj.	Indice HH conc.	Chinois maj.	ROA	Levier fin.	Dette CT	Actifs tang.	Taille	Ratio MtB	Mat.	Montant prêt	Indust.	Année
<b>Part action. maj.</b>	1												
<b>Indice HH conc.</b>	0,9748	1											
<b>Chinois maj.</b>	0,2948	0,2805	1										
<b>ROA</b>	-0,0306	-0,0192	0,0595	1									
<b>Levier financier</b>	-0,0184	0,0068	0,0539	-0,1663	1								
<b>Dette CT</b>	0,1222	0,1570	-0,1614	0,0612	0,0350	1							
<b>Actifs tangibles</b>	0,2265	0,2306	0,2614	-0,1029	0,3932	-0,0714	1						
<b>Taille</b>	-0,1053	-0,0933	0,2615	-0,1606	0,1396	-0,2770	0,2350	1					
<b>Ratio MtB</b>	-0,0213	-0,0325	-0,0178	0,3067	0,1809	0,1494	-0,0728	-0,1624	1				
<b>Maturité</b>	0,0563	0,0795	-0,0634	0,0110	0,0819	-0,0201	0,0309	0,0546	-0,1055	1			
<b>Montant prêt</b>	-0,0040	0,0016	0,0300	-0,1135	-0,0587	0,1322	0,1050	0,1074	-0,0522	0,3060	1		
<b>Industrie</b>	0,1424	0,0902	0,1524	0,0825	-0,0946	-0,0362	0,0107	-0,0880	-0,0423	-0,0173	0,0848	1	
<b>Année</b>	-0,0838	-0,0877	-0,0179	0,0041	-0,1073	0,1550	0,0286	0,1673	-0,0659	-0,1505	0,2413	-0,0337	1

## Annexe B

**Tableau 6**  
**Influence de la taille de l'emprunteur**

Ce tableau reporte les estimations des coefficients de la régression de la proportion de banques étrangères au sein des syndicats sur la structure de propriété des entreprises emprunteuses. La proportion d'arrangeurs étrangers au sein des syndicats est la variable dépendante. Elle est calculée comme le nombre d'arrangeurs étrangers sur le total des arrangeurs pour un prêt syndiqué donné. Le critère de séparation entre entreprises de petite et grande taille est la valeur médiane du total d'actifs du bilan de l'échantillon original. Les variables explicatives sont décrites dans le tableau 2. Les valeurs du *t de Student* sont reportées entre parenthèses sous les coefficients estimés. \*, \*\*, \*\*\* indique la significativité statistique à 10%, 5% et 1%.

VARIABLE DEPENDANTE	Proportion de banques étrangères			
	Entreprises de petite taille		Entreprises de grande taille	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<b>Part act. maj.</b>	1,182*** (3,84)		1,117** (2,51)	
<b>Indice HH conc.</b>		0,959*** (3,82)		1,062** (2,61)
<b>Chinois maj.</b>	-0,288** (-2,64)	-0,262** (-2,39)	-0,036 (-0,24)	-0,051 (-0,35)
<b>ROA</b>	0,013** (2,76)	0,013** (2,77)	0,016 (0,98)	0,016 (1,02)
<b>Levier financier</b>	0,001 (0,25)	-0,0003 (-0,12)	0,009 (1,18)	0,009 (1,18)
<b>Dette CT</b>	0,001 (0,01)	0,053 (0,40)	0,674** (2,61)	0,622** (2,66)
<b>Actifs tangibles</b>	-0,299 (-1,40)	-0,365 (-1,61)	-0,468 (-1,16)	-0,449 (-1,17)
<b>Ratio MtB</b>	0,008 (0,19)	0,006 (0,12)	0,129* (1,75)	0,127* (1,88)
<b>Taille</b>	0,039 (0,92)	0,028 (0,64)	0,046 (0,56)	0,053 (0,68)
<b>Maturité</b>	-0,016 (-1,31)	-0,013 (-1,08)	0,017 (0,98)	0,017 (1,05)
<b>Montant</b>	-0,048* (-1,92)	-0,054** (-2,15)	-0,112** (2,51)	-0,114** (-2,71)
<b>Industrie</b>	OUI	OUI	OUI	OUI
<b>Année</b>	OUI	OUI	OUI	OUI
<b>N</b>	41	36	39	40
<b>R<sup>2</sup> ajusté</b>	0,72	0,71	0,44	0,47
<b>Pr &gt; F</b>	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001

## Annexe C

**Tableau 7**  
**Proportion de banques étrangères hors Hong Kong et Taïwan**

Ce tableau reporte les estimations des coefficients de la régression de la proportion de banques étrangères **hors Hong Kong et Taïwan** au sein des syndicats bancaires sur la structure de propriété des entreprises emprunteuses. La proportion de banques étrangères **hors Hong Kong et Taïwan** au sein des syndicats est la variable dépendante. Les variables explicatives sont décrites dans le tableau 2. Les valeurs du *t de Student* sont reportées entre parenthèses sous les coefficients estimés. \*\*, \*\*\* indique la significativité statistique à 5% et 1%.

VARIABLE DEPENDANTE	Proportion de banques étrangères hors HK et TW			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<b>Part act. maj.</b>	0,405** (2,02)	0,675** (2,67)		
<b>Indice HH conc.</b>			0,412** (2,35)	0,667*** (2,97)
<b>Chinois maj.</b>		-0,082 (-0,92)		-0,093 (-1,05)
<b>ROA</b>	-0,0002 (-0,05)	0,005 (0,95)	-0,00003 (-0,01)	0,006 (1,17)
<b>Levier financier</b>	0,001 (0,20)	0,002 (0,65)	0,001 (0,26)	0,002 (0,69)
<b>Dette CT</b>	0,263** (2,31)	0,282** (2,37)	0,252** (2,22)	0,272** (2,32)
<b>Actifs tangibles</b>	-0,259 (-1,52)	-0,131 (-0,71)	-0,274 (-1,62)	-0,145 (-0,79)
<b>Ratio MtB</b>	0,080** (2,35)	0,087** (2,10)	0,079** (2,34)	0,085** (2,10)
<b>Taille</b>	0,015 (0,86)	-0,006 (-0,25)	0,015 (0,89)	-0,009 (-0,39)
<b>Maturité</b>	0,012 (1,50)	0,013 (1,35)	0,012 (1,51)	0,012 (1,32)
<b>Montant</b>	-0,069*** (-3,25)	-0,073*** (-3,09)	-0,069*** (-3,32)	-0,076*** (-3,23)
<b>Industrie</b>	OUI	OUI	OUI	OUI
<b>Année</b>	OUI	OUI	OUI	OUI
<b>N</b>	94	77	94	77
<b>R<sup>2</sup> ajusté</b>	0,42	0,40	0,43	41
<b>Pr &gt; F</b>	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001

## Annexe D

**Tableau 8**  
**Mesures alternatives de la performance et du risque**

Ce tableau reporte les estimations des coefficients de la régression de la composition des syndicats bancaires sur la structure de propriété des entreprises emprunteuses. La proportion de banques étrangères au sein des syndicats est la variable dépendante. Les variables explicatives sont décrites dans le tableau 2. Les valeurs du *t de Student* sont reportées entre parenthèses sous les coefficients estimés. \*\*, \*\*\* indique la significativité statistique à 5% et 1%.

VARIABLE DEPENDANTE	Proportion de banques étrangères			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<b>Part act. maj.</b>	0,720*** (3,02)	0,773*** (3,15)	0,650*** (2,81)	0,547*** (2,31)
<b>Chinois maj.</b>	-0,053 (-0,61)	-0,062 (-0,70)	-0,056 (-0,66)	0,013 (0,14)
<b>EBE</b>	0,423 (0,66)			
<b>Résultat net</b>		0,532 (1,07)		
<b>Marge opérationnelle</b>			-0,004 (-1,19)	
<b>ROA</b>				0,008 (1,53)
<b>Levier financier</b>	0,0003 (-0,13)	-0,0002 (-0,08)	-0,001 (-0,20)	
<b>Dette CT</b>	0,274** (2,22)	0,284** (2,32)	0,205* (1,71)	0,353*** (3,10)
<b>Actifs tangibles</b>	-0,284 (-1,43)	-0,240 (-1,28)	-0,167 (-0,89)	-0,160 (-0,95)
<b>Z score d'Altman</b>				0,007 (0,86)
<b>Ratio MtB</b>	0,104** (2,53)	0,096** (2,32)	0,147*** (3,24)	
<b>Taille</b>	0,002 (0,07)	-0,003 (-0,13)	-0,007 (-0,32)	0,006 (0,28)
<b>Maturité</b>	0,004 (0,38)	0,004 (0,41)	0,009 (0,96)	-0,0001 (-0,01)
<b>Montant</b>	-0,070*** (-2,90)	-0,069*** (-2,88)	-0,076*** (-3,20)	-0,068*** (-2,76)
<b>Industrie</b>	OUI	OUI	OUI	OUI
<b>Année</b>	OUI	OUI	OUI	OUI
<b>N</b>	78	78	77	72
<b>R<sup>2</sup> ajusté</b>	0,46	0,47	0,50	0,55
<b>Pr &gt; F</b>	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001

## Annexe E

**Tableau 9**

**Mesure alternative de la concentration de l'actionnariat**

Ce tableau reporte les estimations des coefficients de la régression de la composition des syndicats bancaires sur une mesure alternative de la concentration de l'actionnariat. La proportion de banques étrangères au sein des syndicats est la variable dépendante. La variable *actionnariat* prend la valeur 1 lorsque la concentration de l'actionnariat d'une entreprise est supérieure à la concentration médiane de l'échantillon et 0 autrement. Les variables explicatives sont décrites dans le tableau 2. Les valeurs du *t de Student* sont reportées entre parenthèses sous les coefficients estimés. \*\*, \*\*\* indique la significativité statistique à 5% et 1%.

VARIABLE DEPENDANTE	Proportion de banques étrangères	
	(1)	(2)
<b>Actionnariat</b>	0,154** (2,34)	0,224*** (2,75)
<b>Nationalité maj.</b>		-0,045 (-0,50)
<b>ROA</b>	-0,001 (-0,15)	0,005 (0,88)
<b>Levier financier</b>	-0,002 (-0,87)	-0,002 (-0,59)
<b>Dette CT</b>	0,263** (2,28)	0,317** (2,55)
<b>Actifs tangibles</b>	-0,277 (-1,65)	-0,174 (-0,92)
<b>Ratio MtB</b>	0,082** (2,35)	0,091** (2,11)
<b>Taille</b>	0,019 (1,08)	-0,003 (-0,12)
<b>Maturité</b>	0,004 (0,43)	0,003 (0,33)
<b>Montant</b>	-0,064*** (-3,00)	-0,068*** (-2,75)
<b>Industrie</b>	OUI	OUI
<b>Année</b>	OUI	OUI
<b>N</b>	94	77
<b>R<sup>2</sup> ajusté</b>	0,48	0,46
<b>Pr &gt; F</b>	<0,0001	<0,0001

## Table des matières

<b>INTRODUCTION</b>	<b>p.3</b>
<hr/>	
<b>CHAPITRE 1 Investisseurs étrangers et domestiques : qui a l'avantage informationnel?</b>	<b>p.9</b>
<hr/>	
<b>1 – Le coût informationnel pour un investisseur étranger</b>	<b>p.9</b>
<b>2 – Acquisition de l'information et expertise des investisseurs étrangers</b>	<b>p.12</b>
<b>3 – L'importance des différences culturelles, linguistiques et géographiques dans les décisions des investisseurs</b>	<b>p.13</b>
<b>4 – Asymétrie d'information entre investisseurs étrangers et domestiques en Asie</b>	<b>p.14</b>
A. Littérature sur les asymétries d'informations entre investisseurs domestiques et étrangers en Asie	p.14
B. Les investisseurs étrangers en Chine	p.17
<hr/>	
<b>CHAPITRE 2 Asymétries d'information et structure des syndicats bancaires</b>	<b>p.20</b>
<hr/>	
<b>1 – La formation d'un syndicat bancaire : principes</b>	<b>p.20</b>
<b>2 – Etude des asymétries d'information à partir de la structure des syndicats</b>	<b>p.21</b>
<b>3 – L'influence de l'environnement juridique et des caractéristiques de l'emprunteur sur la structure des syndicats</b>	<b>p.23</b>
<hr/>	
<b>CHAPITRE 3 Concentration de l'actionnariat et importance des risques d'agence</b>	<b>p.26</b>
<hr/>	
<b>1 – Les facteurs propres à l'émergence d'un actionnaire majoritaire concentré</b>	<b>p.26</b>
<b>2 – Concentration de l'actionnaire majoritaire et valeur de l'entreprise</b>	<b>p.30</b>
A. Le rôle de contrôle de l'actionnaire majoritaire et la réduction des coûts d'agence	p.30
<i>a. La condition de prise de contrôle de l'entreprise par l'actionnaire majoritaire</i>	p.30
<i>b. L'impact de l'augmentation de la concentration de l'actionnariat sur la probabilité d'une prise de contrôle</i>	p.32
<i>c. La concentration de l'actionnaire et la théorie de l'agence</i>	p.34
B. L'ambiguïté du lien entre concentration de l'actionnaire majoritaire et valeur de l'entreprise	p.34
<i>a. Concentration de l'actionnariat et valeur de l'entreprise : une relation non monotone</i>	p.34
<i>b. Séparation du pouvoir de contrôle des droits financiers et risque d'expropriation</i>	p.39
<b>3 – Concentration de l'actionnariat et structure de la dette de l'entreprise</b>	<b>p.41</b>
<hr/>	
<b>CHAPITRE 4 La Chine : un environnement financier où les risques d'agence sont particulièrement importants</b>	<b>p.44</b>
<hr/>	
<b>1 – Le processus de privatisation des anciennes entreprises d'Etat</b>	<b>p.44</b>
<b>2 – Les risques d'agence au sein des entreprises chinoises</b>	<b>p.46</b>

A. Un environnement juridique faiblement protecteur des investisseurs	p.47
B. Types de propriété, incitations et performance	p.48
C. Expropriation des entreprises cotées en Chine	p.49
<i>a. Illustration du phénomène d'expropriation de sociétés cotées en Chine</i>	p.49
<i>b. Séparation du contrôle et des droits financiers en Chine</i>	p.50
<i>c. Risque d'expropriation et le statut des créanciers</i>	p.52
<i>d. L'intervention du régulateur pour limiter l'ampleur de l'expropriation des sociétés cotées</i>	p.54
D. Structure de la gouvernance d'entreprise en Chine	p.55

---

**CHAPITRE 5 Concentration de l'actionnariat et composition des syndicats bancaires : une approche empirique** **p.58**

---

<b>1 – Données et statistiques de l'échantillon</b>	<b>p.58</b>
A. Données	p.58
B. Variables et statistiques de l'échantillon	p.59
<b>2 – Le modèle empirique</b>	<b>p.61</b>
A. Les variables relatives à la structure de propriété de l'emprunteur	p.62
B. Les variables relatives aux caractéristiques financières des emprunteurs	p.64
C. Les caractéristiques du prêt syndiqué, le secteur industriel et l'année	p.65
<b>3 – Estimations et résultats</b>	<b>p.65</b>
A. Matrice de corrélation des variables	<b>p.65</b>
B. Banques étrangères et structure de propriété des entreprises	p.66
C. Arrangeur étranger et structure de propriété des entreprises	p.69
<b>4 – Tests de robustesse</b>	<b>p.71</b>
A. Taille des entreprises	p.71
B. Proximité géographique et culturelle avec la Chine	p.72
C. Autres variables de contrôle de la performance et du risque	p.72
D. Mesure alternative de la concentration de l'actionnariat	p.73

---

**CONCLUSION** **p.75**

---

**REFERENCES** **p.76**

---

**ANNEXE A** **p.81**

---

**ANNEXE B** **p.82**

---

**ANNEXE C** **p.83**

---

**ANNEXE D** **p.84**

---

**ANNEXE E** **p.85**

---