



CHAIRE EN DROIT DES AFFAIRES
ET DU COMMERCE INTERNATIONAL

Université 
de Montréal

FACULTÉ DE DROIT

Chaire en droit des affaires et du commerce international
www.droitdesaffaires.ca

Téléphone : (514) 343-7627 / Télécopieur : (514) 343-2199
Faculté de droit, Université de Montréal, C.P. 6128 Succ. Centre-Ville, Montréal (Québec) H3C 3J7
Adresse civique : 3101 Chemin de la Tour, Montréal (Québec) H3C 3J7

**L'INCIDENCE DE L'ENVIRONNEMENT JURIDIQUE SUR LA STRUCTURE DE
PROPRIÉTÉ DES SOCIÉTÉS CANADIENNES COTÉES: LA THÉORIE JURIDICO-
FINANCIÈRE REVISITÉE**

Yves Bozec
HEC Montréal
3000 Chemin de la Côte-Ste-Catherine
Montreal, Quebec H3T 2A7
Email: yves.bozec@hec.ca
Tel : 514-340-6560
Fax : 514-340-5633

Stéphane Rousseau
Université de Montréal
C.P. 6128 succ, centre-ville
Montréal, Québec H3C 3J7
Email : stephane.rousseau@umontreal.ca
Tel : 514-343-7627
Fax : 514-343-2199

Claude Laurin
HEC Montréal
3000 Chemin de la Côte-Ste-Catherine
Montreal, Quebec H3T 2A7
Email: claudelaurin@hec.ca

Version préliminaire – 30 mars 2006

Les auteurs tiennent à remercier à la Chaire en gouvernance et juricomptabilité – HEC Montréal, la Chaire en droit des affaires et du commerce international – Université de Montréal et le Conseil de recherche en sciences humaines du Canada pour leur appui financier.

RÉSUMÉ:

Dans des travaux novateurs, La Porta et al. (1998) ont démontré que l'étude de l'environnement juridique dans lequel les entreprises opèrent permet d'expliquer les caractéristiques des sociétés quant à leur structure de propriété. En mettant de l'avant leur théorie juridico-financière, La Porta et al. ont démontré que les pays dont le système légal est de tradition anglo-saxonne (Common Law) offre généralement de meilleures protections aux investisseurs et favorisent ainsi une plus grande dispersion de la propriété. En revanche, parce que les pays de tradition franco-saxonne (Droit civil) offrent généralement de moins bonnes protections aux investisseurs, on observe une plus grande concentration de la propriété.

L'objectif de notre étude est de tester la théorie juridico-financière dans un environnement unique : le Québec. Le caractère unique du Québec tient au fait tout d'abord qu'il s'agit d'une juridiction de droit civil, à l'intérieur d'un pays, le Canada, dont les autres provinces sont de tradition de *common law*. Deuxièmement, au Québec, deux lois sur les sociétés se côtoient : la *Loi sur les compagnies*, adoptée par le législateur québécois, et la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, édictée par le législateur fédéral. Ces deux lois se distinguent par le niveau de protection qu'elles offrent aux actionnaires minoritaires. La *Loi sur les compagnies* est beaucoup moins généreuse que la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* en cette matière.

Nos résultats concordent avec les hypothèses de La Porta et al. (1998). Nous démontrons d'une part, que dans les sociétés du Québec, comparativement aux sociétés du reste du Canada, l'actionnaire dominant détient un plus fort pourcentage des droits de votes et l'écart entre ses droits de votes et ses droits de propriété est nettement plus important. D'autre part, il s'avère que les droits de votes tout comme la déviation par rapport à la règle une action – un vote sont encore plus importants pour les sociétés québécoises incorporées sous la LCQ.

Mots clés : structure de propriété; environnement juridique; bénéfices privés;

1. INTRODUCTION

Plusieurs études récentes suggèrent que même les plus grandes sociétés inscrites en bourse à travers le monde possèdent généralement une structure de propriété concentrée (La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer, 1999; Claessens, Djankov et Lang, 2000; Faccio et Lang, 2002; Lins, 2003). En effet, le portrait de la société à capital dispersé décrit par Berle et Means (1932) ne semble pas correspondre à la réalité, à l'exception peut-être de certains pays dont les États-Unis et le Royaume-Uni. Ces mêmes études font toutefois ressortir d'importantes différences entre les pays étudiés. Les différences se situent tant au niveau de la concentration de la propriété qu'au niveau de la présence de mécanismes permettant aux actionnaires dominants de détenir des droits de vote proportionnellement plus élevés que leurs droits de propriété.

Selon La Porta et al. (1999), les structures de propriété à contrôle minoritaire, soit celles qui dévient de la règle une action – une vote, sont plus fréquemment rencontrées dans les contextes juridiques où les investisseurs disposent de moins bonnes protections contre les manœuvres d'expropriation de la part des actionnaires dominants. Cette approche juridico-financière soutient que les pays à tradition de *common law* offre une meilleure protection que les pays à tradition de droit civil.

Dans ce contexte, l'objectif de notre étude est de vérifier comment l'approche juridico-financière s'applique dans un environnement unique comme celui du Québec. Le caractère unique du Québec tient tout d'abord au fait qu'il s'agit d'une juridiction de droit civil à l'intérieur d'un pays, le Canada, constitué de neuf autres provinces qui sont de tradition de *common law*. Cette réalité crée d'entrée de jeu un laboratoire intéressant pour réaliser des études comparatives. Deuxièmement, au Québec, deux lois sur les sociétés se côtoient : la *Loi sur les compagnies*, adoptée par le législateur québécois, et la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, édictée par le législateur fédéral. Bien que les deux lois puissent être utilisées pour exploiter toute forme de sociétés par actions, incluant des sociétés ouvertes, elles se distinguent par le niveau de protection qu'elles offrent aux actionnaires minoritaires. La *Loi sur les compagnies* est beaucoup moins généreuse que la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* en cette matière.

Les cadres juridiques québécois et canadien nous permettent donc de tester les hypothèses de la théorie juridico-financière dans un environnement unique où nombre de variables interférentes peuvent être éliminées. En effet, contrairement à l'approche multi-pays

généralement utilisée dans les études précédentes, l'étude des sociétés canadiennes permet de vérifier la relation structure de propriété – qualité des lois tout en contrôlant pour certains facteurs influents propres à chaque pays, à savoir notamment, la qualité des normes comptables visant la préparation, la vérification et la présentation des informations financières, le niveau de compétition sur les marchés des produits et services, les pressions provenant de l'opinion publique ou encore le niveau de richesse des pays (La Porta et al. 1998; Dyck et Zingales, 2004).

Nos analyses ont porté sur un échantillon composé de 487 des plus grandes sociétés canadiennes cotées en 1999. Nous démontrons d'une part, que dans les sociétés du Québec, comparativement aux sociétés du reste du Canada, l'actionnaire dominant détient un plus fort pourcentage des droits de votes et l'écart entre ses droits de votes et ses droits de propriété est nettement plus important. D'autre part, il s'avère que les droits de votes tout comme la déviation par rapport à la règle une action – un vote sont encore plus importants pour les sociétés québécoises incorporées sous la LCQ. Ces résultats sont robustes à l'ajout de variables de contrôle dont la taille de l'entreprise, son niveau d'endettement, sa performance, ses liquidités, l'importance de ses investissements en R&D, son âge ou son secteur industriel. Cette étude confirme donc l'hypothèse selon laquelle les protections des minoritaires prévues dans la loi influence la structure de propriété des sociétés cotées.

L'étude est organisée de la façon suivante. La prochaine section décrit les fondements de l'approche juridico-financière. La section 3, décrit l'environnement juridique retrouvé à la fois au Canada et au Québec ainsi que la structure de propriété des sociétés inscrites en bourse. Les hypothèses de recherche et la méthodologie sont présentées à la section 4. Enfin, l'analyse des résultats et la conclusion de l'étude suivent aux sections 5 et 6, respectivement.

2. L'APPROCHE JURIDICO-FINANCIÈRE

La littérature démontre d'une manière indéniable que les structures de propriétés des sociétés commerciales sont spécifiques aux pays d'où originent ces mêmes sociétés. Faccio et Lang (2002) constatent que près de 37% des sociétés européennes possèdent un capital-actions dispersé. Pourtant, ces auteurs observent que le pourcentage de sociétés à capital dispersé avoisine les 62% en Irlande alors qu'il n'est que de 10% en Allemagne. Même constat lorsqu'on observe les mécanismes de séparation des droits de vote des droits de propriété. Selon Faccio et

Lang (2002), on retrouve des actions à droits de vote multiples dans plus de 66% des sociétés suédoises alors que seulement 3% des sociétés cotées françaises en ont émis. Ainsi, afin de contrôler 20% des droits de vote d'une société suédoise, un actionnaire n'a besoin en moyenne que d'une participation au capital (droits de propriété) s'élevant à 10%. En France par contre, 19.9% des droits de propriété sont requis en moyenne pour contrôler 20% des droits de vote d'une société.

Comment expliquer la disparité observée entre les pays, dans la structure de propriété de leurs sociétés cotées? Les recherches novatrices de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998, 1999, 2000) ont démontré que l'étude de l'environnement juridique dans lequel les entreprises opèrent pourrait permettre de répondre à cette question tout en enrichissant la théorie financière. Leur approche juridico-financière a ouvert la voie en examinant l'impact de la règle de droit sur la protection des investisseurs, sur la structure de l'actionnariat des sociétés et, en bout de ligne, sur le développement des marchés financiers. Ces auteurs font valoir que la qualité du cadre légal et réglementaire (lois et recours aux tribunaux) visant la protection des investisseurs (actionnaires et créanciers) constitue un facteur déterminant du niveau de concentration de la propriété.

La Porta et al. soutiennent que lorsque les lois en vigueur permettent d'assurer une protection adéquate des investisseurs, ces derniers sont plus enclins à investir, ce qui contribue au développement des marchés financiers et accentue la dispersion des titres de propriété. Dans ce contexte, même les plus petits investisseurs se sentent protégés contre les risques d'expropriation de la part des dirigeants ou des actionnaires dominants. Lorsque les investisseurs ne craignent pas d'être expropriés, ils sont prêts à payer davantage pour acquérir des actions, incitant du même coup les actionnaires dominants à réduire leur participation, d'autant plus que les bénéfices privés pouvant être appropriés par ces derniers (bénéfices découlant du contrôle) sont moindres. En revanche, lorsque les protections des investisseurs sont inadéquates, le contrôle des sociétés procure davantage de bénéfices privés aux actionnaires dominants, incitant ces derniers à ne pas diluer leur contrôle, soit en émettant de nouveaux capitaux ou encore en vendant une partie de leur bloc d'actions. Par ailleurs, dans un contexte de faibles protections, la concentration de la propriété par des petits investisseurs constituerait une alternative en vue de palier aux inefficiences du cadre légal et d'assurer ainsi une meilleure surveillance des dirigeants et actionnaires dominants (Shleifer et Vishny, 1997).

À ce jour, les évidences empiriques supportent les prédictions des tenants de l'approche juridico-financière. Par exemple, l'étude de La Porta et al. (1998) démontre que comparativement aux pays de tradition civiliste (Droit civil), les pays dont le système légal est de tradition anglo-saxonne (Common Law) offrent généralement de meilleures protections aux investisseurs. À partir d'un échantillon constitué des dix plus importantes sociétés dans 49 pays, ces auteurs concluent que le niveau de concentration de la propriété est inversement relié à la qualité des protections accordées aux investisseurs. Ainsi, les pays de tradition anglo-saxonne se distinguent par de plus faibles niveaux de concentration de la propriété. En revanche, La Porta et al. (1998) observent une relation positive entre le niveau de concentration de la propriété et l'appartenance des pays à un système légal de tradition franco-saxonne.

Dans la même veine, La Porta et al. (1999) constatent que la présence d'actions à droit de votes multiples et de structure de propriété pyramidale, mécanismes accentuant les risques d'expropriation des actionnaires minoritaires (Bebchuk et al. 2000), est beaucoup plus importante dans les pays où les droits des investisseurs sont les plus faibles. Pour leur part, Dyck et Zingales (2004) démontrent que les bénéfices privés du contrôle pouvant être soutirés par les actionnaires dominants sont nettement plus importants dans les pays où les investisseurs sont moins bien protégés. Ces mêmes auteurs démontrent également une relation positive entre l'ampleur des bénéfices privés et le niveau de concentration de la propriété dans les mains des trois plus importants actionnaires de l'entreprise.

Somme toute, ces évidences empiriques soulignent toute la pertinence des droits conférés aux investisseurs comme déterminant de la structure de propriété des sociétés cotées. Il ressort clairement de ces études que la présence de structures de propriété concentrée caractérisées par une déviation par rapport à la règle une action – une vote, tout en accentuant le niveau des bénéfices privés pouvant être appropriés, est plus fréquente dans les contextes juridiques où les investisseurs disposent de moins bonnes protections contre les manœuvres d'expropriation de la part des actionnaires dominants. En revanche, plus le contexte juridique est protecteur des actionnaires minoritaires, plus les bénéfices privés du contrôle sont limités et moins la présence de structures concentrées est observée.

3. LE CONTEXTE CANADIEN

Les protections des minoritaires au Canada et au Québec

Le Québec occupe une position unique au Canada notamment en ce que les systèmes de droit civil et de common law s'y côtoient. La Constitution canadienne prévoit que le droit public, tel que le droit constitutionnel, le droit criminel et le droit administratif, relève de la common law (Hogg, 1997). Le droit privé, tel que le droit des contrats et le droit des sociétés, est régi par le droit civil. Ainsi, au Québec, le droit des sociétés s'applique dans un contexte de droit civil (Crête & Rousseau, 2002).

La situation du Québec est également unique en ce qu'il y coexiste deux lois sur les sociétés, une fédérale et une provinciale. La coexistence de ces deux lois n'est pas exceptionnelle au Canada car elle découle de la séparation constitutionnelle des pouvoirs entre les législateurs fédéral et provincial. En vertu de la Constitution, le Parlement fédéral a le pouvoir d'adopter des lois pour la constitution de sociétés pouvant exercer leur activité dans tout le Canada. Concomitamment, le législateur provincial a le pouvoir d'édicter des lois pour la constitution de société pour des objets provinciaux. S'appuyant sur ce fondement, le Parlement fédéral a adopté la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*¹ (LCSA) et l'Assemblée nationale du Québec la *Loi sur les compagnies*² (LCQ). Bien qu'elle partage de nombreuses similitudes, ces deux lois divergent sur un point important qui concerne la protection des actionnaires. Tel que discuté ci-dessous, la LCSA offre une protection plus étendue aux actionnaires que la LCQ. La situation au Québec est à cet égard différente de celle qui prévaut dans les autres provinces canadiennes où la législation provinciale reproduit essentiellement la LCSA (Daniels, 1991). Conséquemment, nous retrouvons une situation au Québec où, avec pour toile de fond le droit civil, deux lois offrent des niveaux de protection différents aux actionnaires.

La protection des actionnaires sous la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*

La LCSA est le produit de la réforme du droit des sociétés canadien réalisée durant les années 1970 pour faire écho aux recommandations du Rapport Dickerson (Dickerson et al., 1971). L'objectif de la réforme était de moderniser et de simplifier une législation jugée alors

¹ L.R.C. 1985, c. C-44.

² L.R.Q., c. C-38.

trop formaliste, paternaliste et désuète. Fortement influencée par le droit américain et à certains égards le droit anglais, le Rapport Dickerson a proposé une nouvelle législation qui comporte trois caractéristiques. Tout d'abord, elle offre une *approche pragmatique* par un assouplissement des règles de création et d'administration des sociétés. Deuxièmement, elle introduit une *approche contractuelle* dans la réglementation des rapports de régie interne. Finalement, elle favorise une *approche protectrice* par l'élaboration de mécanismes destinés à protéger davantage les droits et les intérêts des actionnaires. Bien que la LCSA ait été modifiée à de nombreuses reprises depuis son adoption en 1975, ces trois approches fondamentales n'ont pas été remises en question et demeurent le noyau dur de la loi.

Au regard des travaux de La Porta et al. (1998), l'approche protectrice de la LCSA revêt un intérêt particulier. La LCSA édicte deux grands types de mécanismes de protection pour protéger les actionnaires, en particulier les minoritaires, contre l'opportunisme des dirigeants et des actionnaires dominants.³ Ces mécanismes établissent des limites à l'approche contractuelle qui peut donner lieu à des abus.

Premièrement, la LCSA prévoit des mécanismes qui se déploient dans le forum de l'assemblée des actionnaires. De manière générale, la loi reconnaît que chaque action donne droit à un vote à son détenteur, à moins que les statuts ne prévoient autrement.⁴ Pour permettre aux actionnaires d'exercer leur droit de vote de manière éclairée, la loi impose des obligations de divulgation aux sociétés relativement aux sujets qui seront traités à l'assemblée.⁵ Pour les sociétés ouvertes, elle établit également un régime de sollicitation des procurations qui fournit des renseignements additionnels aux actionnaires sollicités.⁶ En outre, les actionnaires ont, sous certaines conditions, le droit de soumettre des propositions à l'assemblée annuelle des actionnaires qui doivent être débattues et soumises au vote.⁷ Ces propositions demeurent toutefois indicatives même lorsqu'elles reçoivent l'assentiment d'une majorité d'actionnaires.

Plus particulièrement, le droit de vote des actionnaires leur confère un droit de regard sur les décisions importantes. Ce sont les actionnaires qui élisent les administrateurs ainsi que les vérificateurs.⁸ De plus, la LCSA prévoit la possibilité pour les sociétés d'adopter la procédure de

³ Pour une vue d'ensemble des mécanismes de protection, voir Crête & Rousseau (2002).

⁴ Art. 140 LCSA.

⁵ Art. 135 LCSA.

⁶ Art. 147 LCSA.

⁷ Art. 137 LCSA.

⁸ Art. 106 LCSA.

vote cumulatif pour accroître la possibilité pour les actionnaires minoritaires d'obtenir une représentation au conseil d'administration.⁹

En outre, les actionnaires doivent autoriser les “changements importants” en vertu d'une procédure qui leur confère un poids certain.¹⁰ Le concept de changement important réfère à un ensemble de modifications à la constitution de la société, tel que la modification de ses statuts, sa fusion avec une autre société ou sa continuation sous le régime d'une autre loi. Lorsqu'une société envisage réaliser un changement important, le conseil d'administration doit soumettre une résolution spéciale faisant état de ce changement à une assemblée extraordinaire d'actionnaires, laquelle résolution spéciale doit recevoir l'assentiment des deux tiers de voix exprimées. Lorsque l'opération envisagée est susceptible de porter atteinte aux droits afférents aux actions, les actionnaires de chaque catégorie d'actions touchée par la modification disposent toutefois d'un droit de veto, i.e. un droit de voter séparément sur la résolution spéciale, en tant que catégorie. Le changement important doit donc être approuvée par résolution spéciale par les détenteurs des actions de la catégorie bénéficiant du droit de veto. Si la modification proposée affecte les droits de plusieurs catégories d'actions, chaque catégorie d'actions touchée vote alors séparément et doit approuver le changement aux deux tiers des voix. Pour les fins de ce vote par catégorie, les actions sans droit de vote deviennent votantes. En marge de ce régime de vote par catégories, la LCSA crée un mécanisme de sortie qui peut protéger les actionnaires minoritaires lors de changement important. Ce mécanisme de sortie, désigné droit à la dissidence, permet à l'actionnaire qui s'est opposé sans succès à un changement important qui porte atteinte à ses droits de demander à la société d'acheter ses actions à leur juste valeur.¹¹

Deuxièmement, la LCSA prévoit des mécanismes de protection des actionnaires qui sont mis en œuvre par les tribunaux. La loi impose des devoirs de prudence, diligence et loyauté aux dirigeants à l'égard de la société.¹² Le respect des devoirs est assuré par l'action oblique, qui permet aux actionnaires d'intenter un recours au nom et pour le compte de la société pour obtenir l'indemnisation du préjudice subi par celle-ci.¹³ L'action oblique peut par exemple être employée lorsque les administrateurs refusent d'intenter un recours pour faire sanctionner un manquement

⁹ Art. 107 LCSA.

¹⁰ Art. 173 et suiv. LCSA.

¹¹ Art. 190 LCSA.

¹² Art. 122 LCSA.

¹³ Art. 239 LCSA.

aux devoirs qui a causé un dommage à la société. Il s'agit donc d'un mécanisme de responsabilisation des dirigeants qui joue un rôle important.

Une des innovations les plus importantes de la réforme proposée par le Rapport Dickerson consiste en la création du recours en cas d'iniquité.¹⁴ Le recours permet à tout plaignant, incluant les actionnaires, de demander au tribunal de redresser les abus et les injustices qui résultent des activités des sociétés constituées sous cette loi. Dans le cadre de ce recours, le tribunal peut rendre toute ordonnance qu'il estime appropriée afin de mettre fin à une situation où la société ou ses administrateurs abuse des droits des actionnaires, des créanciers, des administrateurs ou des dirigeants de sociétés fédérales, porte atteinte à leurs intérêts ou n'en tient pas compte. À cet égard, notons que les ordonnances du tribunal peuvent viser non seulement la société, mais également les administrateurs, lorsque ceux-ci ont participé à la réalisation de la situation donnant ouverture au recours. Les motifs pour lesquels le recours pour oppression peut être invoqué sont également très étendus. Le recours « permet au tribunal de faire appel au concept de l'équité non seulement dans les cas d'abus des droits du plaignant, mais dans les cas où, même en l'absence d'illégalité ou de fraude, il est porté atteinte à ces droits ou qu'il n'en est pas tenu compte. »¹⁵ En fait, ce recours crée un droit substantif en faveur des diverses parties intéressées par la société, à savoir le droit au respect de leurs attentes légitimes par la société et ceux qui la gouvernent.

La protection des actionnaires sous la *Loi sur les compagnies*

La L.C.Q. a été adoptée en 1920 et est demeurée relativement inchangée jusqu'à la fin des années 70. Suite à la réforme du droit des sociétés canadien, le législateur québécois a procédé à une révision de la L.C.Q. au début des années 1980. Lors de cette révision, le législateur québécois s'est toutefois abstenu de procéder à l'adoption d'une nouvelle législation, choisissant plutôt d'apporter des amendements à la loi. Ces amendements adoptés en 1980 et en 1981 ont mené à l'intégration d'une nouvelle partie dans la loi, la Partie IA, destinée à régir les compagnies constituées par voie de dépôt des statuts. La Partie IA retient deux des trois principes de la réforme canadienne, à savoir l'assouplissement des règles pour la création et l'administration des entreprises, de même que la promotion de la liberté contractuelle pour

¹⁴ Art. 241 LCSA. Le recours en iniquité est communément appelé « recours en oppression ».

¹⁵ *Développements urbains Candiac Inc. c. Combest Corp.*, [1993] R.J.Q. 1321, 1329 (C.A.).

l'aménagement des relations internes dans l'entreprise. En revanche, la Partie IA ne comporte pas de régime de responsabilité et de protection comparable pour les actionnaires minoritaires à celui du modèle fédéral.

La LCQ édicte toutefois certains mécanismes de protection pour les actionnaires. Un premier groupe de mécanismes s'appliquent lors de l'assemblée des actionnaires. Tout comme la LCSA, la LCQ prévoit que chaque action est assortie d'un droit de vote, sauf disposition contraire des statuts.¹⁶ La loi met en place un régime de divulgation d'information pour permettre aux actionnaires d'exercer leur droit de vote de manière éclairée en les informant des sujets traités aux assemblées.¹⁷ Contrairement à la LCSA, la loi ne comporte toutefois pas de dispositions régissant la sollicitation de procurations. La LCQ ne confère pas non plus aux actionnaires le droit de formuler des propositions lors de l'assemblée annuelle.

Plus important encore, la LCQ ne crée pas de régime général de vote par catégories comme celui de la LCSA pour protéger les actionnaires minoritaires lors de changements importants. Ainsi, les changements importants doivent être approuvés seulement par les deux tiers des voix exprimées par les actionnaires réunis à l'assemblée des actionnaires.¹⁸ La seule exception concerne l'opération de fusion pour laquelle la LCQ édicte un régime de vote par catégories similaires à celui de la LCSA.¹⁹

Exceptionnellement, les actionnaires peuvent se prévaloir de la procédure de « compromis ».²⁰ Cette procédure s'applique à toute modification des statuts qui a un impact sur les droits des actionnaires qui sont directement rattachés à une catégorie d'actions. Elle s'amorce sur l'initiative d'un actionnaire par une requête à la Cour supérieure demandant la tenue d'une assemblée des actionnaires dont les droits sont touchés par l'opération. Lors de cette assemblée d'actionnaires, la modification des statuts envisagée est soumise à l'approbation des actionnaires qui doivent la ratifier aux trois quarts des voix exprimées. Lorsque l'opération porte atteinte aux droits et privilèges de plusieurs catégories d'actions, le vote séparé, aux trois quarts des voix, des détenteurs de chacune des catégories d'actions réunis en assemblée doit alors être obtenu. À moins qu'il ne reçoive l'approbation unanime de tous les actionnaires touchés, le compromis doit être sanctionné par le tribunal. Comme nous pouvons le constater, si elle offre éventuellement

¹⁶ Art. 123.40, 123.41 LCQ.

¹⁷ Art. 97, 99 LCQ.

¹⁸ Art. 123.101 et suiv. LCQ.

¹⁹ Art. 123.126, 123.127 LCQ.

²⁰ Art. 49 LCQ.

une protection significative aux actionnaires, cette procédure est plutôt lourde puisqu'elle implique l'intervention du tribunal. Ainsi, les actionnaires doivent être prêts à encourir les frais et les inconvénients de cette procédure pour bénéficier de sa protection. Par ailleurs, notons que la LCQ ne prévoit pas de droit à la dissidence pour les actionnaires.

En ce qui concerne les mécanismes de protection judiciaire, la LCQ n'a pas l'envergure de la LCSA. Le Code civil du Québec impose des devoirs de prudence, diligence et loyauté aux administrateurs.²¹ En revanche, il n'existe pas d'action oblique similaire à celle prévue par la LCSA. Ainsi, en principe, les actionnaires doivent utiliser des recours dont la portée est restreinte. Ils peuvent exercer l'action oblique reconnue par la jurisprudence ou le recours prévu par l'article 316 du Code civil. Cependant, ces deux recours ne permettent de sanctionner que des conduites qualifiées de frauduleuses, ce qui implique un niveau de gravité élevé. À titre d'exemple, les actionnaires ne peuvent employer ces recours à l'encontre de décisions négligentes ou imprudentes.

Encore plus notable, ni la LCQ ni le Code civil ne prévoient de recours en cas d'iniquité similaire à celui de la LCSA. Au cours des dernières années, les tribunaux ont manifesté une volonté de développer un tel recours en s'appuyant sur des principes généraux du droit civil et du droit des sociétés (Crête, 2005). Tout en reconnaissant la pertinence de ces décisions, nous n'avons pas encore un véritable recours en iniquité pour les sociétés régies par la LCQ. Par conséquence, à l'heure actuelle, les actionnaires minoritaires n'ont pas accès à un recours judiciaire satisfaisant lorsqu'ils font l'objet d'injustice ou d'iniquité.

La structure de propriété des sociétés canadiennes

De récentes études tendent à démontrer que la structure de propriété des sociétés canadiennes s'apparente davantage à celle des sociétés de l'Europe Continentale et de l'Asie du Sud Est qu'à celle des États-Unis. Morck, Stangeland et Yeung (2002) constatent qu'une forte proportion des sociétés au Canada est sous contrôle d'intérêts familiaux. Nombreux sont d'ailleurs les exemples de sociétés multimilliardaires contrôlées par des familles au Canada, notamment les sociétés Quebecor, Bombardier, Rogers Communications, Magna International, Seagram ou encore Power Corporation. Il s'avère que dans près de 63% des sociétés canadiennes, l'actionnaire dominant contrôle au moins 20% des droits de vote (Attig et Gaghoun, 2003).

²¹ Art. 321 et suiv. C.c.Q.

Pour leur part, Bozec et Laurin (2004, 2006) observent que la déviation par rapport à la règle une action – un vote est répandue au Canada. Selon ces auteurs, 37% des sociétés à structure concentrée sont sous contrôle d'un actionnaire dominant disposant d'un pourcentage des droits de vote supérieur au pourcentage des droits de propriété. La séparation qui se crée ainsi entre le contrôle des droits de vote exercé par l'actionnaire dominant et sa participation au capital (droits de propriété) peut parfois être très prononcée. À ce titre, l'exemple de la société Magna International, dont la capitalisation boursière au 31 mars 2005 s'élevait à près de 9 milliards de dollars, est particulièrement éloquent. À cette même date, le contrôle majoritaire de la société Magna, soit près de 56% des droits de vote, relevait de la famille Stronach, qui pourtant ne détenait qu'un maigre 1% du capital-actions.

Plusieurs chercheurs ainsi que de nombreux organismes voués à la protection des épargnants décrivent cette situation qui favorisent ni plus ni moins l'expropriation des actionnaires minoritaires. Bebchuck, Kraakman et Triantis (2000) décrivent les divers mécanismes favorisant la séparation des droits de vote des droits de propriété. L'émission d'actions à droits de vote multiples ou restreints permet aux actionnaires dominant au sein de sociétés à propriété concentrée de profiter des occasions d'affaires sans que l'actionnaire dominant en perde le contrôle des droits de vote. Les sociétés ouvertes canadiennes peuvent émettre des actions ordinaires à droits de vote multiples ou restreints qui confèrent à leurs détenteurs un nombre élevé de votes ou bien aucun vote. C'est le cas notamment de la société Magna International dont l'une des deux catégories d'actions ordinaires confère 500 votes par action.

Le contrôle pyramidal résulte aussi en une séparation des droits de vote des droits de propriété. Dans une structure pyramidale, l'actionnaire dominant exerce le contrôle d'une société par l'intermédiaire d'autres sociétés qu'il contrôle également. L'actionnaire dominant peut donc exercer le contrôle d'une multitude de sociétés avec une participation relativement faible dans le capital-actions de ces sociétés. Plus il y a d'intermédiaires entre le véritable actionnaire dominant et la société contrôlée située au bas de la pyramide, plus les droits de propriété que détient indirectement cet actionnaire sont dilués, se rapprochant éventuellement de zéro. Au Canada, de grandes sociétés telles Loblaw, Le Groupe TVA ou Quebecor World font partie intégrante d'une structure pyramidale.

4. HYPOTHÈSES DE RECHERCHE ET MÉTHODOLOGIE

Hypothèses de recherche

L'objectif principal de cette étude vise à vérifier dans quelle mesure les protections des minoritaires prévues dans la loi influence la structure de propriété des sociétés cotées au Canada. Selon les tenants de l'approche juridico-financière, les régimes juridiques issus du «Common Law» favorisent une plus grande dispersion de la propriété, les protections des minoritaires étant meilleures. En revanche, les régimes juridiques issus du droit civil favorisent une plus grande concentration de la propriété, les protections des minoritaires étant plus faibles.

Le Québec, contrairement au reste du Canada, appartient à un environnement juridique issu du droit civil. Ainsi, notre première hypothèse de recherche prévoit que les sociétés du Québec possèdent une structure de propriété plus concentrée et sont caractérisées par un niveau de séparation plus important entre les droits de vote et les droits de propriété que les sociétés du reste du Canada (hors Québec). Cette première hypothèse se formule de la manière suivante :

H_{1a} : Il existe une plus forte concentration de la propriété chez les sociétés du Québec comparativement aux sociétés du reste du Canada;

H_{1b} : Le niveau de séparation entre les droits de vote et les droits de propriété est plus important chez les sociétés du Québec comparativement aux sociétés du reste du Canada;

Au Québec, deux lois sur les sociétés se côtoient : la *Loi sur les compagnies*, adoptée par le législateur québécois, et la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, édictée par le législateur fédéral. Ces deux lois se distinguent par le niveau de protection qu'elles offrent aux actionnaires minoritaires. La *Loi sur les compagnies (LCQ)* est beaucoup moins généreuse que la *Loi canadienne sur les sociétés par actions (LCSA)* en cette matière. Par conséquent, notre seconde hypothèse de recherche prévoit une plus forte concentration de la propriété ainsi qu'un niveau plus important de séparation des droits de vote des droits de propriété chez les sociétés québécoises incorporées sous la loi québécoise (LCQ). Notre hypothèse H₂ se lit comme suit :

H_{2a} : Il existe une plus forte concentration de la propriété chez les sociétés du Québec incorporées sous la LCQ comparativement aux sociétés incorporées sous la LCSA;

H_{2b} : Le niveau de séparation entre les droits de vote et les droits de propriété est plus important chez les sociétés du Québec incorporées sous la LCQ comparativement aux sociétés incorporées sous la LCSA;

Échantillon et définition des variables de propriété

Notre échantillon provient de l'étude de Bozec et Laurin, (2004) dans laquelle les auteurs ont rassemblé, à partir de la base de données Stockguide, des circulaires de la direction et des états financiers diffusés sur le site SEDAR²², l'information relative à la structure de propriété des 550 plus importantes sociétés canadiennes cotées du secteur non financier en 1999. Après avoir éliminé les sociétés étrangères cotées sur les bourses canadiennes (17), les sociétés dont la structure de propriété a subi des modifications durant l'exercice financier étudié (26) ainsi que les sociétés pour lesquelles l'information portant sur la structure de propriété était incomplète (20), leur échantillon se compose des 487 des plus grandes sociétés canadiennes non financières.

Bozec et Laurin (2004) ont suivi la méthodologie de La Porta et al. (1999) pour compiler les données portant sur la propriété des entreprises. Cette méthodologie implique de déterminer la propriété directe et indirecte. Ainsi, lorsque l'actionnaire principal d'une société est une autre société, les auteurs ont identifié l'actionnaire principal de cette autre société jusqu'à l'identification du véritable actionnaire principal. Les droits de votes et les droits de propriété du véritable actionnaire principal ont été compilés de la manière suivante : supposons que la société Z est détenue (50% des votes et du capital) par la société Y qui à son tour est détenue (60% des votes et du capital) par une famille. Dans ce cas, la famille est considérée comme le véritable actionnaire principal de la société Z. On dira qu'elle contrôle 50% des droits de vote dans Z, soit le lien le plus faible dans la chaîne du contrôle, et 30% des droits de propriété, soit la multiplication de 50% par 60%. Conformément à l'étude de Claessens et al. (2002), le niveau de séparation entre les droits de contrôle des votes et les droits de propriété est défini comme étant la différence entre le pourcentage des votes et le pourcentage du capital, soit 20% dans notre exemple (50% - 30%). Plus le niveau de séparation est important, plus le résultat de cet écart se rapprochera de 100%. À l'inverse, un résultat de zéro indiquera qu'il n'y a aucune séparation entre les droits de contrôle et les droits de propriété du véritable actionnaire principal.

²² Système électronique de données, d'analyse et de recherche mis au point par les autorités canadiennes en valeurs mobilières.

Le modèle d'analyse et définition des variables

Nos deux hypothèses de recherche sont testées notamment selon le modèle d'analyse de régression linéaire suivant :

$$\begin{aligned} \textit{Ownership} = & a + \beta_1 \textit{Quebec} + \beta_2 \textit{Quebec-LCQ} + \beta_3 \textit{Quebec-LCSA} + \beta_4 \textit{Size} + \beta_5 \textit{Q} \\ & + \beta_6 \textit{Capex} + \beta_7 \textit{Cash-flow} + \beta_8 \textit{Risk} + \beta_9 \textit{Age10} + \beta_{10} \textit{Debt} \\ & + \beta_{11} \textit{Industry} + e \end{aligned}$$

Dans ce modèle général d'analyse, la structure de propriété des sociétés (*ownership*) est captée par le pourcentage des droits de vote de l'actionnaire dominant (*voting rights*), son pourcentage des droits de propriété (*cash-flow rights*) ainsi que par l'écart entre ses droits de vote et ses droits de propriété (*divergence VR-CFR*). La structure de propriété est expliquée notamment par trois variables dichotomiques. La première (QUÉBEC) permet de vérifier si de façon générale, les entreprises du Québec se distinguent des entreprises du reste du Canada. Cette première variable est codée un si le siège social de l'entreprise est situé dans la province du Québec, sinon zéro. La seconde variable (Québec-LCSA) vise à vérifier si les entreprises du Québec incorporées selon la loi fédérale (LCSA) possèdent une structure de propriété différente des sociétés hors-Québec également incorporées selon la LCSA. Québec-LCSA prend la valeur un si la société provient du Québec et que l'incorporation est faite selon LCSA, zéro dans les cas contraires. Quant à la troisième variable (Québec-LCQ), la valeur un est prise lorsque la société provient du Québec mais que la loi d'incorporation est la LCQ. Québec-LCQ vise donc à vérifier l'incidence de la loi d'incorporation sur la structure de propriété des sociétés.

En nous inspirant de la littérature examinant les déterminants de la structure de propriété (Demsetz et Lehn, 1985; Cho, 1998; Lamba et Stapeldon, 2001), les variables de contrôle suivantes ont été ajoutées : la taille, la performance, le niveau des investissements, les liquidités, le risque, l'âge, l'endettement et le secteur industriel.

La taille (*Size*), mesurée selon le logarithme des actifs au temps t_0 , est susceptible d'être inversement reliée au niveau de concentration de la propriété, reflétant ainsi les contraintes de richesse. Il peut s'avérer plus difficile, financièrement, d'acquérir une participation élevée dans une société de grande taille comparativement à une société de petite taille.

La performance (Tobin's Q) est estimée selon une approximation du Q de Tobin au temps t_0 , soit $\text{Market value of equity} + \text{book value of total debt} / \text{Total assets}$. Cette variable permet de contrôler pour la possibilité que les sociétés performantes engendrent des niveaux de concentration de la propriété plus élevés. Toute chose étant égale par ailleurs, on peut penser par exemple, que la rémunération des dirigeants sur la base d'actions soit plus attirante lorsque l'entreprise dirigée obtient de bonnes performances.

Le niveau des investissements (Capex), soit le total des dépenses en capital et des dépenses en recherche et développement au temps t_0 , en affectant à la hausse la valeur de l'entreprise, est susceptible d'engendrer une plus grande concentration de la propriété. Dans la même veine, plus une entreprise dispose de liquidités, plus elle est en mesure d'accroître son niveau d'investissement. Une relation positive est donc attendue entre la *variable Liquidity* (flux de trésorerie provenant de l'exploitation divisés par la somme des actifs) et le niveau de concentration de la propriété des sociétés canadiennes.

Par le lien positif présumé entre l'âge des sociétés et leurs tailles, on peut s'attendre à ce que l'âge des sociétés influence négativement le niveau de concentration de la propriété. La variable âge (Age10) est codée un si la société dispose d'un historique de ventes d'au moins 10 ans dans la base de données Stockguide, sinon zéro.

La dette (Debt) permet de contrôler l'effet positif sur le niveau de concentration de la propriété. Le financement par la dette permet à l'actionnaire dominant d'éviter d'émettre des capitaux qui pourraient diluer son contrôle de la société. La dette est estimée par le ratio de la dette à long terme incluant la portion de la dette à long exigible à court terme sur le total des actifs. Enfin, Bozec et Laurin (2004) et Rao et Lee-Sing (1995) constatent d'importantes différences dans la structure de propriété des sociétés canadiennes selon les secteurs industriels. Tout en suivant la classification de StockGuide, nous avons créé une série de variables dichotomiques (Industry) pour contrôler l'effet du secteur sur la structure de propriété.

5. ANALYSE DES RÉSULTATS

Analyses descriptives et univariées

Au tableau 1, nous présentons les analyses univariées portant sur la structure de propriété ainsi que sur les autres caractéristiques des sociétés canadiennes sélectionnées. Les résultats sont

présentés à la fois pour l'ensemble des 487 sociétés (colonne 1) que pour les sociétés hors-Québec (colonne 2), les sociétés du Québec (colonne 3), les sociétés du Québec incorporées selon la LCSA (colonne 4) et les sociétés du Québec incorporées selon la LCQ (colonne 5). Les résultats des tests de différence de moyennes sont détaillés dans les quatre dernières colonnes du tableau 1.

Nos résultats démontrent que pour certaines variables, il existe des différences significatives entre les sous-échantillons de sociétés. La première section du tableau démontre que la concentration des droits de votes semble plus intense au Québec que dans le reste du Canada. Au niveau de la concentration des droits de votes, la loi d'incorporation des sociétés ne semblent pas faire de différence. La deuxième section du tableau démontre, quant à elle, que la séparation des droits de votes et des droits de propriétés semble également plus importante au Québec que dans le reste du Canada. De plus, cette même séparation serait plus importante pour les sociétés Québécoises incorporées sous la loi québécoise que pour les sociétés québécoises incorporées sous la loi fédérale. Si on prend pour acquis que ces deux caractéristiques (concentration et séparation) pavent la voie à l'expropriation des actionnaires minoritaires, on pourrait conclure que ce type d'expropriation semble plus probable au Québec.

Nos résultats démontrent aussi que l'on retrouve plus de familles comme actionnaire dominant des sociétés Québécoises. En ce qui concerne les autres caractéristiques des sociétés, les différences entre les sociétés québécoises et celles du reste du Canada sont relativement mineures. On note toutefois que les sociétés québécoises incorporées sous la loi du Québec ont en moyenne un historique plus long que les autres sociétés.

Les analyses univariées procurent des résultats qui vont dans le sens de nos hypothèses. H_{1a} et H_{1b} , portant sur les différences entre les sociétés québécoises et canadiennes, sont supportées par les analyses univariées. Par ailleurs, seul H_{2b} , qui prévoient une plus grande séparation des droits de votes et des droits de propriétés pour les sociétés québécoises incorporées sous la loi québécoise, est supportée par les analyses univariées. La faible taille du sous-échantillon de sociétés québécoises incorporées sous la loi québécoise nous incite toutefois à la prudence quant à l'interprétation que l'on peut faire de nos résultats univariées. À cet égard, les analyses multivariées pourraient être plus concluantes.

Analyses multivariées

Le tableau 2 présente les résultats concernant notre première hypothèse selon laquelle les sociétés du Québec, faisant partie d'un environnement juridique issu du droit civil, possèdent une structure de propriété plus concentrée et un écart plus prononcé entre les droits de vote et les droits de propriété que les sociétés du reste du Canada, lesquelles font partie d'un régime issu du «Common Law». La structure de propriété est estimée à l'aide des droits de propriété, des droits de vote et de l'écart entre les droits de vote et les droits de propriété de l'actionnaire dominant. De plus, nous effectuons les tests dans un premier temps sur toutes les sociétés de notre échantillon (1) puis, par la suite, en éliminant les sociétés du Québec incorporées selon la LCQ (2). Cette seconde approche permet de discerner l'incidence du régime issu du droit civil de l'incidence de la loi d'incorporation des sociétés québécoises sur la structure de propriété.

Lorsque les droits de propriété de l'actionnaire dominant représentent la variable dépendante, les variables Québec et Québec-LCSA affichent un coefficient jugé statistiquement non significatif aux seuils conventionnels. En revanche, les quatre dernières colonnes du tableau 2 indiquent que la concentration des droits de vote tout comme l'écart entre les droits de vote des droits de propriété sont clairement plus élevés pour les sociétés du Québec en général ainsi que pour les sociétés québécoises incorporées selon la loi fédérale (LCSA). La variable Québec affiche des coefficients positifs et statistiquement significatifs à un seuil de 1% alors que les coefficients de la variable Québec-LCSA sont significatifs à un seuil de 5%. Ces résultats suggèrent, conformément à notre première hypothèse de recherche, que les sociétés œuvrant sous un régime juridique issu du droit civil, par opposition à un régime juridique issu du «Common Law», ont une structure de propriété plus concentrée et sont caractérisées par une déviance plus marquée par rapport à la règle une action – un vote. Enfin, l'examen des variables de contrôle révèle qu'aucune d'entre elles n'apparaît significative, du point de vue statistique. Ces résultats sont similaires à ceux obtenus par Lamba et Stapledon (2001) sur un échantillon de sociétés australiennes.

[Insérer le tableau 2]

Le tableau 3 présente les résultats des tests visant à vérifier l'incidence de la loi d'incorporation (LCQ versus LCSA) sur la structure de propriété des sociétés canadiennes. Notre seconde hypothèse de recherche prévoit que les sociétés québécoises incorporées selon la LCQ ont une structure de propriété plus concentrée et que la déviation par rapport à la règle une action

– un vote y est plus prononcée. La première colonne du tableau 3 indique que l'actionnaire dominant détient un plus faible pourcentage des droits de propriété lorsque la société est incorporée selon la LCQ ($\beta_1 = -8.141$, $P < 0.05$) alors que la seconde colonne confirme que l'incidence négative associée à la LCQ se maintient également une fois avoir pris en compte l'incidence du régime juridique issu du droit civil. Dans ce dernier cas, la variable Québec-LCQ affiche un coefficient négatif et statistiquement significatif ($\beta_2 = -10.307$, $P < 0.05$).

La concentration des votes dans les mains de l'actionnaire dominant apparaît inchangée selon la loi d'incorporation des sociétés québécoises. Le coefficient de la variable Québec-LCQ ne s'avère pas statistiquement différent de zéro aux seuils conventionnels. Les deux dernières colonnes du tableau 3 démontrent une relation positive et significative entre l'écart entre les droits de vote et les droits de propriété et la loi d'incorporation LCQ.

Dans l'ensemble, ces résultats sont conformes à nos attentes et suggèrent que les sociétés québécoises incorporées selon la LCQ se distinguent par une concentration du contrôle des votes dans les mains des actionnaires dominants en dépit de faibles participations au capital, créant ainsi une séparation plus prononcée des droits de vote des droits de propriété.

[Insérer le tableau 3]

6. CONCLUSION

L'objectif principal de cette étude est d'appliquer la théorie juridico-financière à la situation particulière du Canada et du Québec. De manière générale, les résultats confirment nos deux hypothèses de recherche. Selon notre première hypothèse, le cadre réglementaire spécifique au Québec, de tradition droit civil, ferait en sorte que la concentration de droits de vote et la séparation des droits de vote et de droit de propriété serait plus prononcé dans cette province. Cette hypothèse est supportée à la fois par des analyses univariées et multivariées. Notre seconde hypothèse prévoit qu'au sein des sociétés québécoises, celles qui sont incorporées sous la loi québécoise auraient des structures actionnariales plus concentrées et plus sujettes à la séparation des droits de vote et de droit de propriété. Les résultats des analyses multivariées supportent cette hypothèse.

Dans un premier temps, ces résultats nous portent à conclure que le régime de droit, de même que certaines clauses des lois d'incorporation, peuvent influencer les structures de

propriétés. Cette conclusion supporte la thèse de La Porta et al. (1998) et de nombreux autres auteurs, qui évoquent l'importance du cadre réglementaire pour expliquer les disparités entre les pays en matière de structure actionnariale. Par ailleurs, nos conclusions incitent à la prudence quant à la classification du Canada comme un pays étant exclusivement de tradition common law. En effet, les différences significatives que nous documentons pour le cas du Québec soulignent l'importance de contrôler pour la province d'origine pour les chercheurs qui étudient des échantillons de sociétés canadiennes.

Nos résultats pourraient également avoir des répercussions économiques. Si on admet que la concentration des droits de votes de même que la séparation des droits de votes et des droits de propriétés ouvrent la voie à l'expropriation des actionnaires minoritaires, ceux qui investissent au sein de sociétés québécoises pourraient être plus menacés d'expropriation. Si c'est le cas, les investisseurs pourraient exiger des primes de risques plus importantes aux sociétés québécoises, ce qui augmenterait le coût du capital pour ces sociétés. La question du coût du capital des sociétés québécoises constitue certes une avenue intéressante pour des recherches futures.

BIBLIOGRAPHIE

- Attig, N. et Y. Gadhoum (2003), 'The Governance of Canadian Traded Firms', *Working Paper, UQAM*, 48 p.
- Bebchuk, L., R. Kraakman et G. Triantis (2000), '*Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Cost of Separating Control from Cash-flow Rights*', Dans Randall K. Morck, ed: *Concentrated Corporate Ownership* (University of Chicago Press, Chicago, II.).
- Berle, A. et G.C. Means (1932), '*The Modern Corporation and Private Property*', New York: MacMillan.
- Bozec, Y et C. Laurin (2004), 'Concentration des droits de propriété, séparation entre participation au capital et contrôle des votes et performance opérationnelle des sociétés: une étude canadienne', *Finance, contrôle, stratégie*, Vol. 7, No. 2, pp. 123-64.
- Bozec, Y et C. Laurin (2006), 'Separating Voting Rights from Cash-flow Rights and Entrenchment Agency Problem :Empirical Evidence from Canada', *Working paper*, 40 p.
- Cho, M.H. (1998), 'Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis', *Journal of Financial Economics*, 47, pp. 103-21.
- Claessens, S., S. Djankov et L. Lang (2000), 'The Separation of Ownership and Control in East Asia Corporations', *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 81-112.
- Crête, R. et S. Rousseau, *Droit des sociétés par actions : principes fondamentaux*, Montréal, Éditions Thémis, 2002.
- Crête, R., «Les concepts flexibles et le contrôle des abus en droit québécois des sociétés par actions» dans SERVICE DE LA FORMATION PERMANENTE DU BARREAU, *Développements récents sur les abus de droit*, volume 231, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2005.
- Daniels, R.J., « Should Provinces Compete? The Case for a Competitive Corporate Law Market'', (1991) 36 *Revue de droit de McGill* 130.
- Demsetz, H., et K. Lehn (1985), 'The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences', *Journal of Political Economy*, 93, pp. 1155-77.
- Dickerson R.W.V. et al., *Propositions pour un nouveau droit des corporations commerciales canadiennes*, 2 vol., Ottawa, Information Canada, 1971.
- Dyck, A et L. Zingales (2004), 'Private Benefits of Control: An International Comparison', *Journal of Finance*, Vol. LIX, No. 2, pp. 537-600.

Faccio, M. et L.H.P. Lang (2002), 'The Ultimate Ownership of Western European Corporations', *Journal of Financial Economics*, 65, pp. 365-95.

Hogg, P., *Constitutional Law of Canada*, Toronto, Carswell, 1997.

Lamba, A. et G. Stapledon (2001), 'The determinants of Corporate Ownership Structure: Australian Evidence', *Working paper, SSRN*, 41 p.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes et A. Shleifer (1999), 'Corporate Ownership Around the World', *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, pp. 471-518.

----- et R. Vishny (1998), 'Law and Finance', *Journal of Political Economy*, 106 (6), pp. 1113-55.

----- (2000), 'Investor Protection and Corporate Governance', *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3-27.

Lins, K.V. (2003), 'Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 1, pp.159-184.

Morck, R., D.A. Stangeland et B. Yeung (2002), '*Inherited Wealth, Corporation Control and Economic Growth: The Canadian Disease?*', In Randall K. Morck, ed: *Concentrated Corporate Ownership* (University of Chicago Press, Chicago, IL).

Rao, P. S. et C. R. Lee-Sing (1995), '*Governance Structure, Corporate Decision-Making and Firm Performance in North America*', Dans *Corporate Decision-Making in Canada*, University of Calgary Press, 835 p.

Shleifer A. et R. W. Vishny (1997), 'A Survey of Corporate Governance', *Journal of Finance*. Vol.LII, No. 2, pp. 737-81.

Tableau 1
Analyses univariées

	(1) Échantillon complet Moyenne	(2) Hors Québec Moyenne	(3) Québec Moyenne	(4) Québec LCSA Moyenne	(5) Québec LCQ Moyenne	Tests statistiques Valeur P <i>Chi</i> ² ou T test ^a			
						(3-2)	(4-2)	(5-1)	(4-5)
Concentration de la propriété (%) :									
Sociétés à propriété diffuse (% des sociétés)	15	17	10	13	4	.13	.54	.07	.17
Droits de vote (% DV)	31	21	43	43	45	<.01	<.01	<.01	.68
Droits de propriétés (% DP)	21	28	22	25	18	.52	.18	.38	.13
Séparation entre droits de vote et de propriété :									
Divergence (DV-DP)	10	8	21	18	27	<.01	<.01	<.01	.24
Proportion de sociétés où il y a divergence (%)	31	27	56	49	68	<.01	<.01	<.01	.11
Sociétés avec des actions à droits de vote multiples (%)	23	17	51	43	64	<.01	<.01	<.01	.07
Sociétés à structure pyramidale (%)	14	13	20	19	21	.13	.27	.23	.78
Actionnaire dominant :									
Proportion de sociétés détenues par des familles (%)	56	53	70	68	75	<.01	.04	.03	.51
Proportion de sociétés détenues des institutions (%)	12	13	7	2	18	.14	.02	.50	<.01
Autres caractéristiques :									
Ratio des cash-flows (liquidités)	0.08	0.08	0.09	0.07	0.12	.75	.25	.02	<.01
Ratio des dépenses en capital	0.1	0.11	0.07	0.09	0.06	<.01	.16	.02	.15

Tobin's Q n=484	2	1.5	1	1.6	1.4	.93	.89	.71	.81
Ratio d'endettement	38	38	38	42	32	.92	.35	.22	.20
Taille (Log des actifs)	13	13	13	14	13	.07	.04	.92	.28
Proportion des sociétés vieille de plus de 10 ans (%)	50	47	56	53	86	<.01	.44	<.01	<.01
N	487	406	81	53	28				

^a (3) - (2) : Québec - Hors Québec

(4) - (2) : Québec LCSA – Hors Québec

(5) - (1) : Québec LCQ - Sociétés LCSA

(4) - (5) : Québec LCSA – Québec LCQ (tests de Mann-Whitney)

Table 2:
Droit civil contre le «Common Law»

Ce tableau présente les résultats des analyses de régression. La variable dépendante est constituée de diverses mesures de la propriété. On retrouve la proportion des droits de propriétés détenue par l'actionnaire dominant (DP), la proportion des droits de vote (DV) ainsi que l'écart entre ces deux proportions. Le régime de droit est capté par des variables dichotomiques. Le droit civil est capté par les variables Québec et Québec-LCSA. Nous contrôlons pour la taille, la performance (Q), les dépenses en capital, les liquidités, l'endettement, l'âge et l'industrie. Ces variables sont définies à l'annexe A. Les valeurs du t de Student apparaissent entre parenthèses pour chacun des coefficients estimés. *, **, *** dénotent un degré de significativité de 10%, 5% et 1%, respectivement.

	Signes prédits	DP (1)	DP (2)	DV (1)	DV (2)	Écart DV-DP (1)	Écart DV-DP (2)
Constante		25.244* (1.703)	21.926 (1.449)	13.476 (.793)	14.880 (.859)	-11.768 (-.885)	-7.046 (-.537)
Québec	-/+*	-0.969 (-.370)		7.806*** (2.602)		8.775*** (3.740)	
Québec-LCSA	-/+*		2.135 (.684)		8.138** (2.278)		6.003** (2.218)
Taille	-	-1.398** (-1.919)	-1.199 (-1.591)	-0.102 (-.122)	-0.132 (-.153)	1.297** (1.984)	1.067* (1.634)
Tobin's Q	+	-0.269 (-.576)	-0.229 (-.488)	-0.014 (-.026)	-0.073 (-.136)	0.255 (.609)	0.156 (.384)
Dépenses en capital	+	12.415 (1.157)	11.049 (1.018)	9.030 (.734)	8.651 (.697)	-3.385 (-.352)	-2.398 (-.255)
Liquidités	+	4.196 (.320)	4.715 (.351)	16.438 (1.093)	13.836 (.901)	12.243 (1.041)	9.121 (.784)
Âge10	-	2.673 (1.342)	3.037 (1.479)	3.336 (1.460)	3.240 (1.379)	0.663 (.371)	0.204 (.114)
Endettement	+	1.598 (.423)	1.585 (.413)	6.310 (1.457)	5.299 (1.206)	4.712 (1.391)	3.713 (1.116)
Industries	+/-	Incluses	Incluses	Incluses	Incluses	Incluses	Incluses
R² Ajusté		.057	.067	.198	.180	.209	.164
P Value		<.01	<.01	<.01	<.01	<.01	<.01
n		484	456	484	456	484	456

* (-) pour les droits de propriétés, (+) pour les droits de vote et l'écart DV-DP.

Table 3:
LCQ versus LCSA

Ce tableau présente les résultats des analyses de régression. La variable dépendante est constituée de diverses mesures de la propriété. On retrouve la proportion des droits de propriétés détenue par l'actionnaire dominant (DP), la proportion des droits de vote (DV) ainsi que l'écart entre ces deux proportions. Le régime de droit ainsi que la loi d'incorporation sont captées par des variables dichotomiques. Le droit civil est capté par les variables Québec et Québec-LCSA. Nous contrôlons pour la taille, la performance (Q), les dépenses en capital, les liquidités, l'endettement, l'âge et l'industrie. Ces variables sont définies à l'annexe A. Les valeurs du t de Student apparaissent entre parenthèses pour chacun des coefficients estimés. *, **, *** dénotent un degré de significativité de 10%, 5% et 1%, respectivement.

	Signes prédits	DP (1)	DP (2)	DV (1)	DV (2)	Écart DV-DP (1)	Écart DV-DP (2)
Constante		26.049* (1.766)	26.672* (1.805)	11.671 (.683)	13.651 (.802)	-14.377 (-1.082)	-13.021 (-.982)
Québec	-/+*		2.594 (.840)		8.243** (2.315)		5.649** (2.038)
Québec-LCQ	-/+*	-8.141** (-2.011)	-10.307** (-2.147)	5.619 (1.198)	-1.265 (-.229)	13.759*** (3.774)	9.042** (2.099)
Taille	-	-1.487** (-2.047)	-1.534** (-2.106)	0.032 (.038)	-0.118 (-.141)	1.519** (2.322)	1.416** (2.166)
Tobin's Q	+	-0.243 (-.524)	-0.227 (-.487)	-0.062 (-.116)	-0.009 (-.016)	0.181 (.433)	0.218 (.522)
Dépenses en capital	+	11.608 (1.086)	11.495 (1.075)	9.277 (.749)	8.917 (.723)	-2.332 (-.242)	-2.578 (-.269)
Liquidités	+	6.784 (.517)	7.659 (.582)	14.084 (.927)	16.863 (1.112)	7.300 (.618)	9.205 (.779)
Âge10	-	3.201 (1.600)	3.242 (1.620)	3.274 (1.413)	3.405 (1.476)	0.074 (.041)	0.63 (.091)
Endettement	+	1.652 (.439)	1.669 (.444)	6.265 (1.438)	6.319 (1.457)	4.613 (1.362)	4.650 (1.377)
Industries	+/-	Incluses	Incluses	Incluses	Incluses	Incluses	Incluses
R² ajusté		.065	.064	.189	.196	.209	.215
P Value		<.01	<.01	<.01	<.01	<.01	<.01
n		484	484	484	484	484	484

*(-) pour les droits de propriétés, (+) pour les droits de vote et l'écart DV-DP.

**Annexe A:
Description des variables**

<p>Propriété:</p> <p>DV DP</p> <p>Écart (DV-DP)</p> <p>Droit:</p> <p>Québec Québec-LCQ Québec-LCSA</p> <p>Variables de contrôle:</p> <p>Âge10 Endettement Taille Industries Dépenses en capital Liquidités Tobin's Q</p>	<p>Droits de vote détenus directement ou indirectement par l'actionnaire dominant</p> <p>Droits de propriété, i.e. donnant droit aux cash-flows, détenus directement ou indirectement par l'actionnaire dominant</p> <p>Différence les droits de vote et de propriété détenus par l'actionnaire dominant</p> <p>1 si la société est située au Québec, 0 sinon</p> <p>1 si la société est située au Québec et incorporée sous la LCQ, 0 sinon</p> <p>1 si la société est située au Québec et incorporée sous la LCSA, 0 sinon</p> <p>1 si la société est listée sur Stockguide depuis au moins 10 ans, 0 sinon</p> <p>Dette à long terme sur actif total</p> <p>Logarithme des actifs à la fin de l'année fiscale</p> <p>Variables dichotomiques identifiant les industries</p> <p>Dépenses en capital totales (incluant les dépenses en R&D) / actif total</p> <p>Cash-flow provenant des opérations / actif total</p> <p>Valeur marchande des actions + valeur aux livres de la dette / actif total</p>
--	--