

-IX^{IEME} CONFERENCE INTERNATIONALE DE MANAGEMENT STRATEGIQUE-
" PERSPECTIVES EN MANAGEMENT STRATEGIQUE "

AIMS 2000

Montpellier
- 24-25-26 Mai 2000 -

**LA RELATION ENTRE LE CHOIX STRATEGIQUE DE DIVERSIFICATION
GEOGRAPHIQUE ET LA CONCENTRATION DE L'ACTIONNARIAT A L'EPREUVE
DES FAITS: UNE COMPARAISON INTERNATIONALE**

Université de Liège
Service de Gestion Internationale

&

Centre de Recherche PME et d'Entrepreneuriat
Bld du Rectorat, 7, Bât. B33
B - 4000 Liège
BELGIQUE

NLEMVO NDONZUAU Frédéric Thaddée

Chercheur, Centre PME, Université de Liège
Assistant, Sce de Gestion Internationale, ULg

Tél. : +32-4-366.46.91
Fax : +32-4-366.45.74
Mail : F.Nlemvo@ulg.ac.be

Mots clés : Internationalisation
diversification géographique
corporate governance
piecewise regression

INTRODUCTION

A l'heure de la mondialisation, la diversification géographique ou internationalisation des activités de la firme est-elle encore un choix stratégique ou un impératif de survie et une règle de bonne gestion? La démarche choisie pour répondre à cette question relève plus de la démonstration par l'absurde.

La diversification géographique joue un rôle essentiel dans le comportement stratégique des grandes firmes (Hitt et al., 1994). L'étude de sa relation avec la performance de l'entreprise a été abondamment traitée dans la littérature mais les résultats des études empiriques sont mitigés (Ramaswamy, 1995; Tallman & Li, 1996). Certaines ont conclu à une relation positive (Grant, 1987; Daniels & Bracker, 1989 et Kim, Hwang & Burgers, 1993) et d'autres n'ont trouvé aucune relation linéaire (Geringer et al., 1989; Morck & Yeung, 1991).

Diverses pistes ont été avancées pour expliquer ces résultats contradictoires. Geringer et al. (1989) suggèrent l'existence des seuils critiques dans la relation entre la diversification géographique et la performance. D'autres (Roth, 1992; Roth, Schweiger & Morisson, 1991) ont insisté sur le caractère complexe de cette variable stratégique. Hitt et al. (1997), en particulier, expliquent ces résultats mitigés par le fait que cette relation est plus complexe que ne le prétend la théorie ou que les études empiriques ne le testent. Cette complexité se traduit aussi par le rôle de l'actionnariat sur le choix d'internationalisation de la firme (Dunning, 1988). Une littérature peu abondante (Dunning, 1988; Gedajlovic, 1993) considère que la théorie de l'agence permet également d'expliquer le choix d'internationalisation.

Rugman (1979, 1981) montre que l'importance de la diversification géographique réside dans le fait qu'il permet d'exploiter des opportunités et imperfections des marchés étrangers à travers le processus d'internalisation. En contrepartie des opportunités qu'elles offrent, les opérations à l'étranger peuvent être source de défis concurrentiels, aussi bien de la part des concurrents étrangers que locaux, diversement appréciés selon que l'on est manager ou actionnaire. Il en résulte que la diversification géographique des activités de l'entreprise est une décision stratégique sur laquelle les intérêts des actionnaires et des managers pourraient diverger (Shleifer & Vishny, 1997; Kaplan & Weisbach, 1992).

Dans cet article, nous nous servons de la théorie de l'agence comme source d'explication, à côté de celle des coûts de transaction et de la "ressource based view" (Fladmoe-Lindquist & Tallman, 1994), pour explorer la relation entre la concentration de l'actionnariat et le choix stratégique de diversification géographique.

Ce faisant, partant d'un échantillon de 755 entreprises issues de six pays (Belgique, Corée du Sud, Japon, Singapour, Suède et Etats-Unis) nous tentons de répondre aux trois questions suivantes: (i) La structure de l'actionnariat affecte-t-elle le choix d'internationalisation de l'entreprise? (ii) Cette relation est-elle linéaire? (iii) Le contexte national modère-t-il cette relation?

En tentant de répondre à ces questions, l'objectif du présent article est également d'examiner si la pertinence des arguments développés par la théorie de l'agence quant à la relation examinée est encore d'actualité.

1. REVUE DE LA LITTÉRATURE

La diversification géographique, appelée également internationalisation, est un aspect de la diversification (Rugman, 1981; Tallman & Li, 1996), l'autre aspect étant la diversification par produit.

La plupart des recherches en gestion internationale se fondent sur les théories de l'investissement direct étranger et d'internalisation des activités pour expliquer la diversification géographique. Hitt et al. (1997), qui recourent à la théorie des coûts de transaction et celle de "ressource based" pour examiner les implications de la diversification géographique, estiment que cette explication est incomplète. La diversification géographique des activités de l'entreprise offre plusieurs avantages aux entreprises. Elle procure notamment des opportunités sur de nouveaux marchés (Buhner, 1987) et partant des perspectives de croissance pour la firme. Elle procure aussi des opportunités pour exploiter les bénéfices de l'internalisation des activités au sein de la firme (Rugman, 1981). Ce qui ouvre de nouvelles perspectives à l'entreprise, notamment des économies d'échelle, de gamme et d'apprentissage (Kogut, 1985), l'exploitation des relations entre les segments d'affaires de l'entreprise et les zones géographiques (Porter, 1985), le partage des capacités ou des compétences distinctives de la firme entre les différentes unités de la firme (Hamel, 1991; Porter, 1990), et l'exploitation des différences dans les facteurs de marché (Porter, 1990). Le succès de l'internationalisation a été attribué aux opportunités de marché, à la stabilisation des revenus (Caves, 1982) et à la meilleure rentabilisation des actifs intangibles (Grant, 1987).

La diversification géographique permet la rationalisation de la production, la coordination de certaines fonctions de l'entreprise comme la R&D (Kobrin, 1991), et offre de ce fait l'opportunité de réaliser des économies d'échelle et d'amortir des investissements de R&D et de marketing sur une plus large base. Elle permet aussi des gains en termes d'avantages concurrentiels résultant de l'exploitation des imperfections de marché (par exemple, les différences dans les ressources nationales) (Kogut, 1984). Les économies d'échelle ainsi réalisées accroissent l'efficacité de la firme.

Les arguments développés pour justifier son lien avec la concentration de l'actionnariat sont identiques à ceux relatifs à la diversification par produit (Gedajlovic, 1993). Les managers peuvent envisager d'étendre leurs activités aux marchés internationaux en vue de diversifier le risque spécifique de la firme. Une telle diversification ne profite pas toujours aux actionnaires dont le portefeuille est, souvent, déjà diversifié. En outre, une telle diversification peut exacerber les problèmes d'agence entre actionnaires et managers dans la mesure où les opérations lointaines sont plus difficiles à contrôler par les actionnaires, notamment parce qu'elles mettent l'entreprise en contact avec d'autres cultures, de nouveaux concurrents et un environnement caractérisé par des facteurs économiques et légaux différents (Sambharya, 1996). De ce fait, toutes choses étant égales, les actionnaires préféreront les activités domestiques, plus faciles à contrôler¹. Il en résulte, en cas de linéarité de la relation, l'hypothèse suivante: Il existe une relation négative entre l'internationalisation et la concentration de l'actionnariat.

La diversification géographique est un choix stratégique complexe et difficile à gérer (Roth, 1992; Roth, Schweiger, & Morrison, 1991). En effet, une plus grande dispersion géographique des activités de l'entreprise peut exacerber les coûts de transaction et d'agence dans la mesure où cette dispersion exige l'exploitation de davantage d'informations (Hitt et al., 1994). Elle implique aussi davantage de coûts managériaux en termes de coordination de

différentes unités dispersées géographiquement. Cette coordination est le prix à payer pour engranger des économies d'échelle et de gamme qu'offre ce choix stratégique. Cette coordination est d'autant source de coûts que la diversification géographique s'accompagne d'un certain nombre de barrières à la coordination, à savoir les différentes législations des pays, les fluctuations monétaires ou le risque de change (Sundaram & Black, 1992).

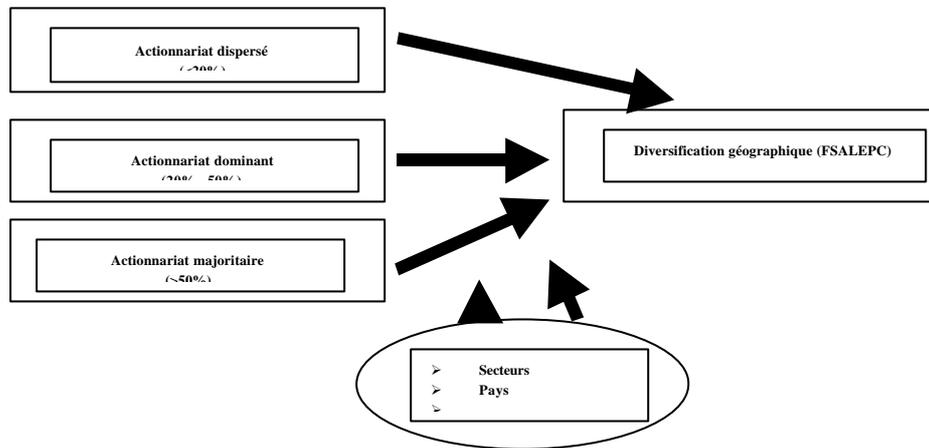
En outre, les facteurs institutionnels et culturels établissent des barrières au transfert des avantages concurrentiels entre pays (Kogut, 1985). Les coûts de facteurs (par exemple, salaires, frais financiers) peuvent varier considérablement entre pays, et ces différences accroissent considérablement les risques associés aux décisions d'allocation des ressources. Ainsi, contrôler un grand nombre de transactions complexes et adopter des décisions pertinentes concernant l'allocation des ressources exigent de la part des gestionnaires un traitement efficace d'une masse d'information significative.

En raison de la croissance des coûts de transaction et d'agence et de la forte pression en termes de traitement de l'information, les coûts de la diversification internationale pourront excéder les avantages d'une telle diversification. En d'autres termes, les coûts internes de gouvernance pourraient excéder les avantages résultant d'économies réalisées.

Ainsi donc, le choix d'internationalisation pourrait opposer actionnaires et managers en raison de l'existence de coûts d'agence. Pour pouvoir atténuer ceux-ci, divers mécanismes interviennent, parmi lesquels l'action de l'actionnaire principal est des plus importants (Shleifer & Vishny, 1997; Zeckhauser & Pound, 1990). A ce sujet, le comportement de l'actionnaire principal pourrait différer en fonction de sa part dans l'entreprise. Selon qu'il est majoritaire ou pas, il peut infléchir différemment les actes de gestion des managers. Ainsi donc, la relation entre la concentration de l'actionnariat et la diversification géographique est susceptible de varier selon la part détenue par l'actionnaire principal de la firme.

Par ailleurs, son rôle peut varier d'un pays à l'autre dans la mesure où, son action ne constitue qu'un mécanisme parmi d'autres pour atténuer les coûts d'agence. En effet, la présente étude considère, à l'instar de Walsh & Seward (1990) et Kabir et al. (1997), que les mécanismes d'atténuation de coûts d'agence jouent de manière concomitante. Par exemple, il existe un marché très actif des OPA dans les pays anglo-saxons mais tel n'est pas le cas dans la plupart de pays. Au Japon, les firmes sont généralement caractérisées par de grands groupes avec des entrecroisements de conseils d'administration. En Belgique, les caractéristiques principales sont une forte présence de société holdings et la concentration de l'actionnariat. En Suède, une caractéristique qui ressort est la codétermination. A Singapour et en Corée du Sud, l'Etat joue un rôle primordial dans la détermination des stratégies des entreprises. Pour toutes ces raisons, comme le soulignent Kabir et al. (1997): « Ces différences impliquent que l'influence des divers mécanismes d'atténuation des coûts d'agence varie d'un pays à l'autre. »

Les arguments ci-dessus suggèrent que la relation entre la concentration de l'actionnariat et la diversification géographique pourrait varier d'un pays à l'autre.



Comme le suggère la figure 1, nous proposons une relation non-linéaire entre la concentration de l'actionnariat et la diversification géographique, variant selon l'ampleur de la concentration de l'actionnariat. Deux points d'inflexion sont proposés: 20% et 50%. Si le choix du seuil de 50% est évident (voir Milgrom & Roberts, 1997, p. 637), dans la mesure où dépasser ce seuil confère la majorité simple, celui de 20% l'est moins, néanmoins les justifications suivantes peuvent être avancées.

Premièrement, la détermination d'un seuil est parfaitement justifiée dans le contexte de la théorie positive de l'agence (Jensen, 1983). Celle-ci montre, en effet, que les actionnaires diffèrent en fonction de leurs objectifs, de leurs compétences économiques, de l'accès à l'information et de leur attitude vis-à-vis du risque. Dans le prolongement de ce raisonnement, il est logique de s'interroger sur les seuils des niveaux d'actionnariat qui constituent les points d'inflexion dans les attitudes adoptées par les actionnaires. Deuxièmement, le seuil de 20% est souvent considéré comme une dissuasion suffisante contre les OPA (Belkaoui & Pavlik, 1992; Morck, Shleifer & Vishny, 1988). Troisièmement, dans certains pays, 20% est le pouvoir vital maximal que peut exercer une entreprise lors d'une réunion de l'assemblée générale et ce, quelle que soit sa part dans le capital de l'entreprise considérée. C'est le cas de la Suède et de la Belgique. Il est vrai que, depuis peu, dans ces deux pays, les statuts peuvent éliminer cette clause. Quatrièmement, dans beaucoup d'Etats américains, 20% est le seuil à partir duquel la loi considère qu'un actionnaire exprime la volonté de contrôler une entreprise (Zeckhauser & Pound, 1990). Cinquièmement, le seuil de 20% est utilisé dans nombre d'études (Belkaoui & Pavlik, 1992; Kim & al., 1988; Neun & Santerre, 1986) lorsque l'hypothèse d'un comportement différencié est émise selon la part de l'actionnariat détenue.

Il est clair qu'une large minorité dans une grande entreprise peut être suffisante pour la contrôler, notamment lorsque l'actionnariat est fortement dispersé. Mais dans le cadre de la présente étude, pour des raisons de comparabilité il fallait conserver le même seuil pour tous les pays. En effet, dans le contexte d'un pays où l'actionnariat est généralement dispersé (cas des Etats-Unis), 20% est une part importante qui, souvent, permet de contrôler une entreprise. Par contre, tel n'est pas le cas dans les pays où l'actionnariat dans les entreprises est très concentré (cas de la Belgique).

Ainsi, nous considérons également que la nature de la relation entre la diversification géographique et la structure de l'actionnariat varie d'un pays à l'autre

2. METHODOLOGIE

2.1 L'échantillon

La constitution de notre échantillon obéit à deux impératifs. D'une part, la volonté d'atteindre une variabilité assez large en termes de différences comportementales entre pays, au regard des ensembles socio-culturels identifiés dans la littérature (Hofstede, 1980, 1983, 1984, 1991, 1994, 1996; Ronen & Shankar, 1985; Ronen, 1986). D'autre part, le souci de ne pas sur-représenter les firmes américaines dans l'échantillon, reproche adressé à beaucoup d'études antérieures et frein à la généralisation des résultats (Cheng, 1994). Les données utilisées proviennent du CD-Rom de *Worldscope Disclosure Global*.

L'échantillon consiste en un panel de 755 entreprises issues de 6 pays. Ce panel, représentant 17 industries, est analysé sur une période de 6 ans (soit de 1989 à 1994). Ces pays sont les représentants des principaux classements typologiques (ou clusters) stables mis en évidence par Hofstede (1991) et d'autres (Ronen, 1986), notamment: (i) anglo-américain, (ii) latino-européen, (iii) scandinave; (iv) le Japon; et (v) les pays d'Extrême-Orient. Pour ces clusters, les différents représentants sont respectivement: (i) les Etats-Unis; (ii) la Belgique; (iii) la Suède; (iv) le Japon; (v) la Corée et Singapour (pour les pays de l'Extrême-Orient). Le choix de deux pays pour le cluster de l'Extrême-Orient est justifié par le souci d'équiproportionnalité en termes de nombre d'entreprises pour chaque cluster, ni la Corée ni Singapour ne réunissant un nombre suffisant d'entreprises pour satisfaire cette exigence.

Cette étude recourt à la technique dite *pooled-crossed-sectional data sampling* (voir Bergh & Holben, 1997). Ainsi, partant des 755 entreprises de l'échantillon, pour la période étudiée (1989-1994 soit 6 ans), nous aboutissons à un nombre total d'observations de 4 530 firmes-années (soit 755 entreprises sur 6 ans).

L'échantillon analysé se ventile de la manière suivante: 26.09% pour les Etats-Unis (soit 197 entreprises), 20.26% pour la Suède, 19.60% pour la Belgique, 19.07% pour le Japon, 8.21% pour Singapour et 6.75% pour la Corée du Sud. En regroupant ces deux derniers pays, on arrive à un total de près de 15% pour les pays de l'Extrême-Orient.

2.2 Opérationnalisation de la structure de l'actionnariat

En raison des critiques adressées aux indicateurs dichotomiques (Cubbin & Leech, 1983, Gedajlovic, 1993), les rares études récentes qui y recourent le font par indisponibilité de données (Li, 1994) ou par souci de comparabilité (Fox & Hamilton, 1994) avec des études antérieures. D'où notre choix d'opérationnaliser la concentration de l'actionnariat par une mesure continue, la part détenue par l'actionnaire principal (Gedajlovic, 1998).

Ce choix semble robuste dans la mesure où avec une corrélation moyenne de 0.88, l'examen des corrélations (Demsetz & Lehn, 1985; Gedajlovic, 1993) établit une concordance avec des mesures continues alternatives. Il s'agit de l'indice de concentration d'Herfindahl (Cubbin & Leech, 1983), la somme des parts des actionnaires détenant plus de 5% de l'actionnariat (Cubbin & Lehn, 1983), la part des N (5 ou 20) premiers actionnaires (Demsetz & Lehn,

1985) et une transformation logistique appliquée sur la part détenue par les N principaux actionnaires (Demsetz & Lehn, 1985).

En raison de l'indisponibilité des données sur l'actionnariat, celles de 1993 et 1994 sont considérées comme stationnaires sur la période analysée. Il est vrai que cette hypothèse de stationnarité de l'actionnariat sur six ans peut a priori paraître farfelue. En effet, d'une année à l'autre, la structure de l'actionnariat est susceptible de varier, a fortiori sur six ans. Ce choix ne semble cependant pas biaiser les résultats pour au moins trois raisons.

Premièrement, le réalisme de cette hypothèse est vérifié sur données belges, en deux temps: d'abord en calculant les corrélations entre les distributions de la structure de l'actionnariat entre les différentes années, puis en testant les différences de moyennes d'une année à l'autre.

Il ressort des comparaisons que, d'une année à l'autre, les coefficients de corrélation sont très élevés, oscillant entre 0.92 et 0.97. Certes, plus le décalage est élevé, plus le coefficient de corrélation baisse, mais même sur trois ans d'intervalle le coefficient de corrélation demeure élevé (0.83 de moyenne). Par ailleurs, au seuil de 5%, les différences de moyennes ne sont pas significatives d'une année à l'autre. D'où la vraisemblance de l'hypothèse de stationnarité de la structure de l'actionnariat au cours de cette période.

Deuxièmement, cette hypothèse devient parfaitement plausible si l'on sait que les entreprises considérées sont de grosses entreprises solidement établies. De ce fait, il est vraisemblable que les personnes physiques ou morales qui les contrôlent ont un fort ancrage, si bien qu'elles ne cèdent pas leur part au gré des fluctuations boursières. Par ailleurs, lorsque le contrôle de ces entreprises change de mains, ce changement s'effectue le plus souvent par une simple substitution de propriétaires, sans forcément un accroissement de la part détenue. Cette intuition est corroborée par les corrélations pour la Belgique. Dans la même lignée, Holderness & Sheehan (1988) observent une stabilité de la part détenue par l'actionnaire majoritaire dans les grandes entreprises américaines sur la période 79 à 83. Il est vrai que la période 83 à 90 a été caractérisée aux Etats-Unis par une abondance d'OPA (Jensen, 1993; Shleifer & Vishny, 1997). Mais depuis 1989, une accalmie est observée au plan des OPA en raison de diverses régulations anti-OPA introduites aux Etats-Unis (Jensen, 1993).

Troisièmement, au Japon, où les OPA inamicales voire amicales sont quasi-inexistantes (Kanda, 1995), de même qu'en Corée et en Suède (Price & Waterhouse, 1996), considérer la part détenue par l'actionnaire principal comme stable est une hypothèse soutenable.

Quoique la thèse soutenue dans ce travail soit celle de la « non-monotonie » de la relation entre la diversification géographique et la concentration de l'actionnariat, l'hypothèse sera formulée en considérant la relation à tester linéaire. Cette relation linéaire dégagée essentiellement au départ de la théorie de l'agence sera donc considérée, pour prendre une analogie statistique, comme l'hypothèse nulle à confirmer ou à infirmer. Si cette relation est effectivement linéaire, alors son sens ne devrait pas varier d'une plage de niveau d'actionnariat à une autre (dispersé: moins de 20%; dominant: entre 20% et 50%; et majoritaire: plus de 50%).

2.3 La variable dépendante

Comme nombre d'auteurs (Tallman & Li, 1996, Hitt et al., 1997), le choix stratégique de diversification géographique est représenté par l'indicateur "part du chiffre d'affaires à l'exportation".

2.4 Les variables de contrôle

Afin d'éviter des « *spurious correlation* » dans la relation étudiée, à la suite de Demsetz & Lehn (1985), Morck, Schleifer & Vishny (1988), Gedajlovic (1993) et Hitt et al. (1997), les variables de contrôle sont prises en compte dans les régressions. Il s'agit de quatre types de variables: (i) la taille de l'entreprise; (ii) son environnement direct, c'est-à-dire la nature de son secteur d'activité; (iii) son environnement socioculturel global, c'est-à-dire son pays; et (iv) le temps: les circonstances qui se manifestent au cours d'une année peuvent orienter d'une manière ou d'une autre les activités ou les choix d'une firme (Bergh & Holbein, 1997). Alors que la taille est mesurée par le logarithme du total de l'actif (Bathala, 1996 ; Li, 1994; Rediker & Seth, 1995; Sridharan, 1996), les autres variables de contrôle sont prises en compte par des variables muettes (ou dummies) respectant les conditions de leur application (Aczel, 1993, pp. 501-505; Afifi & Clark, 1996, pp. 204-206).

L'examen des questions de recherche est effectuée en deux étapes, après une brève présentation des variables descriptives:

1° l'examen de la relation entre la concentration de l'actionnariat et le choix d'internationalisation de l'entreprise au travers de six régressions *piecewise* (ou par paliers) dont les seuils sont 20% et 50%, une régression par pays. Pour chaque modèle, les variables de contrôle appropriées sont incluses, de même que sont examinés les effets des violations des conditions d'application du modèle linéaire généralisé: l'absence de multicolinéarité, la normalité des résidus, etc. Afin de tenir compte d'une éventuelle autocorrélation des résidus et de l'hétéroscédasticité, des estimateurs robustes sont utilisés, ceux de Newey-West (Newey-West, 1987).

Le modèle général proposé, pour les régressions *piecewise*, est le suivant:

$$\text{Diversification géographique} = a_1 + a_2 \text{OWN}_{1i} + a_3 \text{OWN}_{2i} + a_4 \text{OWN}_{3i} + \text{variables de contrôle}$$

avec:

$$\begin{aligned} \text{OWN}_{1i} &= \text{OWN}_i \text{ si } \text{OWN}_i < 20 \\ \text{OWN}_{1i} &= 20 \text{ si } \text{OWN}_i \geq 20 \\ \text{OWN}_{2i} &= 0 \text{ si } \text{OWN}_i < 20 \\ \text{OWN}_{2i} &= \text{OWN}_i - 20 \text{ si } (20 \leq \text{OWN}_i < 50) \\ \text{OWN}_{2i} &= 30 \text{ si } \text{OWN}_i \geq 50 \\ \text{OWN}_{3i} &= 0 \text{ si } \text{OWN}_i < 50 \\ \text{OWN}_{3i} &> \text{OWN}_i - 50 \end{aligned}$$

2° l'examen de l'effet modérateur du contexte national sur la relation entre la concentration de l'actionnariat et la diversification géographique

Pour tester l'effet modérateur de l'environnement national sur la relation ci-dessus, des analyses de covariance (ANCOVA) sont effectuées entre l'indicateur de diversification géographique et la variable PAYS, la concentration de l'actionnariat étant le covariate. L'hypothèse testée est celle de l'égalité ou en tout cas du parallélisme des coefficients de

régression, indépendamment du pays considéré. En d'autres termes, l'hypothèse nulle testée est la suivante:

$$H_0 : \beta_{\text{own1Belgium}} = \beta_{\text{own1Japan}} = \beta_{\text{own1Korea}} = \beta_{\text{own1Singapore}} = \beta_{\text{own1Sweden}} = \beta_{\text{own1USA}}$$

$$H_0 : \beta_{\text{own2Belgium}} = \beta_{\text{own2Japan}} = \beta_{\text{own2Korea}} = \beta_{\text{own2Singapore}} = \beta_{\text{own2Sweden}} = \beta_{\text{own2USA}}$$

$$H_0 : \beta_{\text{own3Belgium}} = \beta_{\text{own3Japan}} = \beta_{\text{own3Korea}} = \beta_{\text{own3Singapore}} = \beta_{\text{own3Sweden}} = \beta_{\text{own3USA}}$$

L'objectif du test de parallélisme est de vérifier si les coefficients de régression entre les variables mises en relation sont significativement différents d'un pays à l'autre. La règle de décision consiste à dire que si la probabilité (p) attachée au test de parallélisme de Scheffé (Aczel, 1993) est inférieure au seuil retenu, alors l'hypothèse de l'homogénéité des coefficients de régression est à rejeter. Dès lors, l'environnement national affecte la relation entre la concentration de l'actionariat et la diversification géographique.

L'ANCOVA n'établit que l'existence d'au moins une différence entre les contextes examinés. Afin d'isoler les couples de pays qui présentent des relations d'intensité significativement différentes, des tests de parallélisme seront effectués sur chaque combinaison des pays pris deux à deux.

3. RESULTATS

3.1 Données descriptives

Tableau 1: Moyennes et écarts-types par pays

VARIABLE	GLOBAL	BELGIQUE	COREE	JAPON	SINGAPOUR	SUEDE	USA
Part de l'actionnaire pp1 OWNERPC1	21.49 (25.72)	40.93 (26.75)	13.74 (13.45)	7.60 (12.94)	39.39 (21.91)	28.14 (30.24)	8.25 (14.74)
Internationalisation FSALEPC	25.28 (28.01)	16.31 (29.43)	7.91 (19.52)	19.45 (19.53)	23.16 (24.61)	58.44 (29.41)	21.35 (22.29)

Pour chaque variable, le tableau 1 présente la moyenne et l'écart-type aussi bien de la distribution globale que par pays. A première vue, ce tableau indique des différences d'un pays à l'autre. La part détenue par l'actionnaire principal est relativement plus élevée en Belgique et à Singapour et, par contre, plus faible aux Etats-Unis et au Japon. En termes de diversification géographique, les six pays étudiés présentent aussi des différences mais il convient de noter la moyenne très élevée de la Suède (58% contre au plus 25% pour les autres pays).

3.2 Examen de la relation entre diversification géographique et concentration de l'actionariat

Le tableau 2 présente les résultats des régressions. Il contraste les résultats des régressions piecewise avec celles des régressions linéaires. Par souci de parcimonie, pour les variables de contrôle, seuls les coefficients se rapportant à la taille de l'entreprise (LOGASSET) sont

présentés. Dans la mesure où les régressions multiples sont utilisées afin de tester les hypothèses de ce travail, à savoir la relation entre la structure de l'actionnariat et la diversification géographique de l'entreprise, tout en contrôlant l'influence d'autres facteurs contingents (taille, secteur d'activité, ...), il importe d'évaluer l'existence et l'étendue de la multicolinéarité. Afin d'éliminer les variables redondantes des analyses et donc de détecter la multicolinéarité, c'est la tolérance qui a été utilisée comme indicateur de multicolinéarité.

La littérature (Aczel, 1993; Firth, 1995; Kleinbaum, 1988) considère que seules les tolérances inférieures à 0.10 sont des indices d'une multicolinéarité significative. A ce propos, la tolérance minimale observée est de 0.2944. Dans la mesure où, pour toutes les variables maintenues dans les régressions, ce seuil est toujours dépassé, la multicolinéarité ne biaise pas nos analyses et, de ce fait, les interprétations qui en résultent sont crédibles.

Certes, des raisons objectives militent en faveur du choix du seuil de 20% (voir supra), mais il convient de noter que, pour les régressions piecewise (ou par paliers), le seuil choisi peut influencer les résultats. L'analyse de sensibilité effectuée en faisant varier le seuil, respectivement à 22%; 24%; 25%; 28% et 30%, indique que les corrélations entre les mesures alternatives issues des différents seuils sont très élevées, au minimum 0.98. Il en résulte que les résultats des analyses sont robustes au choix du seuil (Demsetz & Lehn, 1985; Gedajlovic (1998). Le choix de ces différents seuils découle du fait que la littérature (Morck et al., 1988; Belkaoui & Pavlik, 1992) considère la plage 20 à 30% comme le seuil dissuasif contre une OPA.

Tableau 2: Régressions de la diversification géographique (FSALEPC) sur la concentration de l'actionnariat par pays: résultats contrastés des régressions piecewise et des régressions linéaires (avec OWNERPC1) (@)

	BELGIUM	KOREA	JAPAN	SINGAPOR	SWEDEN	USA
INTERCEPT	-41,43*** (-2.61)	-44,85 (-1,17)	-29,87 (-1,22)	59,81 (1,16)	61,30** (2,04)	-43,83**** (-5,39)
OWN1 (<20%)	1,20*** (2,83)	0,34 (0,99)	-0,09 (-0,35)	-2,57 (-1,39)	0,75* (1,66)	0,01 (0,06)
OWN2 (entre20et50%)	-0,22 (0,90)	-0,083 (-0,14)	-0,39 (-1,52)	-0,13 (-0,38)	-0,21 (-0,59)	0,21 (0,93)
OWN3 (>50%)	0,11 (0,60)	-1,35** (-2,04)	0,88 (1,37)	0,30 (0,84)	-0,42 (-1,63)	-0,09 (-0,023)
LOGASSET Taille	8,98**** (3,96)	11,08* (1,89)	6,63** (2,07)	1,18 (0,20)	-2,42*** (-0,46)	10,30**** (8,61)
R ² corrige	53,00%	36,94%	42,63%	27,09%	34,65%	44,35%
F	19,757****	3,96****	16,78****	4,8918****	10,60****	36,61****
OWNERPC1	0,16**** (2,05)	-0,197 (-1,07)	-0,13* (-2,26)	-0,04 (-0,29)	-0,035 (0,74)	0,09 (0,99)
R ² corrige	50,35%	34,53%	42,40%	23,84%	30,61%	44,41%
F	19,95****	3,978****	19,09****	4,89****	9,87****	40,27****

(*): significatif au seuil de 10%; (**): significatif au seuil de 5%; (***): significatif au seuil de 1%; (****): significatif au seuil de 0.1%.

(@): les t de Student sont repris entre parenthèses, en dessous des coefficients de régression.

Pour l'internationalisation, également appelée diversification géographique, la théorie de l'agence soutient l'existence d'une relation négative avec la concentration de l'actionnariat. En

effet, en raison de leur complexité, les opérations internationales sont, toutes choses étant égales, plus difficiles à contrôler par les actionnaires que les opérations sur le marché domestique.

Les résultats présentés au tableau 2 n'accréditent que très peu la prédiction de la théorie de l'agence. Dans la plupart des cas, au seuil de 5%, la relation est inexistante entre les deux variables considérées. Ce résultat pourrait découler de la mondialisation qui contraint les entreprises à considérer l'internationalisation des activités (ou diversification géographique) plus comme une nécessité vitale qu'un choix stratégique. Et ce, d'autant plus que même une entreprise exclusivement domestique subit aussi les contrecoups de la mondialisation. Les seules exceptions relevées portent sur la Corée du Sud et la Belgique.

En Corée du Sud, la relation négative suggérée par la théorie de l'agence est observée mais seulement pour la classe d'actionnariat majoritaire (part de l'actionnaire principal supérieure 50%). Cette relation peut être imputable au fait que, comme aux Etats-Unis, cette classe est constituée essentiellement d'entreprises familiales. De telles entreprises préfèrent, comme déjà évoqué, des opérations domestiques plus faciles à contrôler.

En Belgique, par contre, une relation positive est observée pour la classe d'actionnariat dispersé (part de l'actionnaire principal inférieure 20%). Cette relation pourrait s'expliquer par deux phénomènes. D'une part, la petite taille du marché local dans ces pays et d'autre part le fait que les entreprises les plus dynamiques au plan international sont celles qui sont également caractérisées par une forte dispersion de l'actionnariat.

En effet, le comportement des entreprises peut différer notamment en fonction de la taille de leur marché domestique. Dans les pays à marché de taille réduite, l'internationalisation des activités relève plus du souci d'atteindre une taille critique afin d'engranger des économies d'échelle. Par contre, dans des pays à marché large comme les Etats-Unis, l'internationalisation relèvera plus du choix stratégique (Gedajlovic, 1993; Tallman & Li, 1996). La mondialisation de l'économie semble avoir balayé cet argument qui ne serait plus de mise aujourd'hui. En témoigne l'existence de nos jours d'entreprises dites "born global firms", des entreprises qui, dès leur création, ont pour marché "domestique" le monde entier.

Le tableau 2 indique aussi que pour un pays donné, au seuil de 5%, la relation entre les deux variables étudiées varie parfois selon la plage d'actionnariat considérée. C'est particulièrement le cas de la Belgique et de la Corée du Sud. Ce résultat suggère la non-linéarité de la relation examinée. Il convient de noter que, sous réserve de non significativité, dans chaque pays le sens de la relation varie d'une classe d'actionnariat à l'autre.

3.3 Effet modérateur du contexte national sur la relation entre la structure de l'actionnariat et le choix d'internationalisation des activités de l'entreprise

Tableau 3: les tests F et leur niveau de signification

	BELGIUM	KOREA	JAPAN	SINGAPOR	SWEDEN
KOREA	3,05****				
JAPAN	8,43****	2,57****			
SINGAPOR	4,66****	2,74****	2,41***		
SWEDEN	9,93****	3,21****	5,56****	2,86****	

USA	7,37****	2,51***	2,57****	2,84****	5,28****
-----	----------	---------	----------	----------	----------

(*): significatif au seuil de 10%; (**): significatif au seuil de 5%; (***): significatif au seuil de 1%; (****): significatif au seuil de 0.1%.

Le tableau 3 reprend les résultats des tests de parallélisme, lesquels éprouvent l'assertion que, pour la relation entre la diversification géographique et la concentration de l'actionnariat, les coefficients de régression ne sont pas significativement différents d'un pays à l'autre. Des tests ont été réalisés sur chacune des 15 combinaisons possibles entre les 6 pays de l'échantillon.

Il apparaît qu'aux seuils de 5 et 1%, toutes les paires de pays présentent des relations d'intensités significativement différentes. Ainsi donc, les résultats établissent que la relation entre le choix stratégique d'internationalisation des activités de la firme et la concentration de l'actionnariat est fortement modérée par le contexte national.

CONCLUSIONS

En résumé, dans le présent travail, nous montrons que la concentration de l'actionnariat n'est que rarement liée à la décision d'internationalisation de la firme et que cette relation n'est pas toujours linéaire et varie - en intensité et/ou en sens - d'un pays à l'autre. Ainsi donc, les résultats présentés n'accréditent que très peu la prédiction de la théorie de l'agence. Dans la plupart des cas, la relation entre les deux variables considérées est inexistante.

Ce résultat pourrait être le reflet de la mondialisation, laquelle contraint les entreprises à considérer l'internationalisation des activités comme une nécessité vitale, comme un acte de bonne gestion plutôt qu'un choix stratégique.

Implications

Dans la présentation des implications de nos résultats, nous mettons l'accent sur le fonctionnement du conseil d'administration. Une telle approche trouve sa justification dans le fait que, c'est par l'intermédiaire de cet organe que les actionnaires peuvent influencer la marche de l'entreprise (Daily, 1996; Jensen, 1993; Monks & Minow, 1996).

De manière générale, les résultats empiriques de ce travail confirment la nécessité de recourir à des méthodes tenant compte des différences structurelles entre les firmes, ce que ne permet pas toujours un modèle linéaire.

Nombre d'études théoriques montrent que les systèmes de corporate governance rencontrés dans le monde se différencient suivant leur contexte national (Percy, 1996; Prowse, 1995, Shleifer & Vishny, 1997). En établissant l'existence de l'effet modérateur du contexte national sur la relation entre la structure de l'actionnariat et le choix stratégique de diversification géographique, les résultats de la présente étude accréditent le rejet ou en tout cas la remise en cause de l'hypothèse de l'universalité des théories économiques (Davis et alii, 1997; Granovetter, 1985, Hamilton & Biggart, 1988; Hofstede (1996), Nilekant & Rao, 1994, Pastré, 1995; et Perrow, 1986).

En montrant que les prédictions de la théorie de l'agence ne se reproduisent pas systématiquement dans des contextes autres que les Etats-Unis, la présente étude indique la nécessité d'examiner davantage la généralisabilité des résultats de recherche sur le corporate governance. En effet, le contexte national est une variable contingente qui, souvent, joue un rôle modérateur (Hitt et al., 1997) et permet dès lors d'affiner notre connaissance des relations économiques (Miller, 1991; Roe, 1994).

En établissant que, même au sein d'un pays, les relations sur le corporate governance peuvent varier selon la plage d'actionariat considérée, la présente recherche montre la nécessité de tenir compte davantage de la non-linéarité dans les relations étudiées en sciences de gestion

En examinant la relation liée au corporate governance dans les pays peu étudiés comme la Corée du Sud, Singapour et la Belgique, cette étude permet aussi d'apporter une contribution à une meilleure compréhension du fonctionnement des entreprises dans ces pays. Ce faisant, cette étude répond au vœu de nombre de chercheurs qui déplorent l'absence d'études sur le corporate governance relatives aux pays autres que les Etats-Unis, le Japon et l'Allemagne (Williamson, 1991; Shleifer & Vishny, 1997).

Une autre leçon que suggèrent les résultats de cette étude est que le modèle américain ne peut être copié tel quel dans d'autres contextes. La présente étude soutient, en effet, l'hypothèse du rôle modérateur du contexte national sur une relation relative au corporate governance. En effet, comme le mentionnent nombre d'auteurs (Kabir et alii, 1997; Shleifer & Vishny, 1997; Williamson, 1988), nombre de pays appliquent des différents systèmes de corporate governance avec des résultats satisfaisantsⁱⁱ.

La présente étude empirique s'est heurtée à d'importantes difficultés qui, à certains points de vue, en limitent la portée. Les principales sont reprises ci-dessous.

Premièrement, en raison de l'indisponibilité des données, la structure de l'actionariat de 1993 et 1994 a été considérée comme stationnaire sur toute la période de l'étude. Des raisons ont été avancées pour justifier la plausibilité d'une telle hypothèse, si bien que cette stationnarité pourrait refléter la réalité pour les entreprises de tous les pays de l'échantillon, mais seulement dans une moindre mesure pour les entreprises des Etats-Unis. Quoique émettre une telle hypothèse ne soit pas idéal, ce choix méthodologique permet néanmoins de ne pas baser l'étude sur une seule année. Et ce, d'autant plus que pour la diversification géographique, les données étaient disponibles pour toute la période analysée.

Deuxièmement, l'échantillon ne comprend que les grandes entreprises. De ce fait, les conclusions tirées ne s'appliquent pas forcément aux petites et moyennes entreprises. A l'opposé des grandes entreprises généralement caractérisées par une dispersion de l'actionariat et par conséquent des coûts d'agence importants, dans les petites entreprises, souvent, les propriétaires sont en même temps gérants. Il en résulte des coûts d'agence moindres dans ces dernières et dès lors les conclusions de la présente étude pourraient être inopportunes pour de telles entreprises.

Pistes de recherche

Ces limites ainsi que les implications des résultats de cette étude ouvrent la voie à certaines pistes de recherche, notamment:

- La prise en compte de la non-linéarité de la relation examinée et le recours à d'autres spécifications

La non-linéarité qui ressort parfois des résultats de la présente étude suggère que considérer les relations comme linéaires est parfois trompeur car une telle pratique masque certaines relations qui peuvent être mises en valeur en optant pour des spécifications non-linéaires.

- Le recours à d'autres méthodologies

L'absence de relation observée pour la majorité des pays analysés dans cette étude interpelle. Elle pourrait résulter de l'opérationnalisation de certaines variables. Nombre de variables stratégiques sont multidimensionnelles, les prendre en compte en recourant à un seul indicateur peut induire en erreur. C'est pourquoi, des études utilisant d'autres méthodologies sont à explorer (par exemple, analytiques: études de cas, enquêtes, ...). Ces méthodologies permettraient notamment de capter la dimension humaine, souvent absente de la plupart des études, mieux que ne peut le faire des études basées sur des données à caractère financier.

- Des études « cliniques »

Une autre difficulté à relever par les études futures est liée à la quantification du concept actionnariat ou "structure de l'actionnariat". En effet, différentes opérationnalisations du concept *ownership* (propriété) sont utilisées et plusieurs indicateurs sont utilisés sous le vocable *structure de l'actionnariat* (part du plus gros actionnaire, part détenue par les dirigeants ou les administrateurs, etc.).

Cette « confusion » réduit la comparabilité de nombre d'études. C'est pourquoi, nous suggérons

- Des études « cliniques » intégrant l'identité de l'actionnaire: L'identité de l'actionnaire est potentiellement importante car selon qu'il s'agit d'un individu ou d'une entreprise, le comportement peut varier. Les firmes dont l'actionnaire principal est une entreprise, changent plus souvent de contrôle que celles dont l'actionnaire est un individu. De même, des investisseurs institutionnels ont également un comportement différent de celui des investisseurs individuels (Baysinger et alii, 1991) notamment en termes d'évaluation des risques. Une analyse incorporant l'identité de l'actionnaire principal, à la manière de Banerjee, Leleux & Vermaelen (1997), est donc une piste de recherche à explorer.

- Des études sur les entreprises à actionnariat concentré: La majorité des études en finance d'entreprise et en théorie de la firme se concentrent sur les entreprises à actionnariat dispersé. De ce fait, notre connaissance des entreprises à actionnariat concentré est réduite. La présente étude, en examinant le comportement des entreprises suivant des classes d'actionnariat (dispersé, dominant et majoritaire) répond partiellement à ce ~~vœu~~. Mais des études complémentaires sont nécessaires. Une des pistes serait de recourir à d'autres méthodologies (enquête par questionnaire, par exemple) afin de déterminer les motivations profondes qui incitent un actionnaire majoritaire à exercer effectivement son contrôle alors qu'un autre ne le fait. Il ne faut, en effet, pas perdre de vue qu'un actionnariat concentré n'offre que la possibilité d'exercer efficacement un droit de regard sur les activités de la firme concernée, encore faudrait-il exercer ce droit qui, faute d'exercice, reste latent. Des études théoriques et/ou empiriques sont nécessaires à ce sujet.

- Des études incorporant des variables contextuelles non-dichotomiques et d'autres variables de contrôle: l'absence de relation observée dans les études similaires à la présente est parfois

imputable à une sous-spécification des modèles utilisés, souvent, faute d'intégrer certaines variables de contrôle exerçant une influence, par exemple, sur la performance de l'entreprise. Dans le présent travail, celles qui étaient disponibles n'ont pas été d'un grand apport à notre modèle. Toutefois, une direction pour les recherches futures serait l'incorporation de facteurs mesurant le degré de stabilité de l'environnement (voir Boyd, 1995, Li & Simerly, 1998) ainsi que des indicateurs contextuels caractérisant la nature de l'environnement légal, notamment l'origine du régime juridique (droit civil, common law, ...). A ce propos, la méthodologie suggérée par Laporta et al. (1997) est à explorer, même si le choix des variables qu'ils proposent pour capter la spécificité de chaque contexte est matière à discussion. Leur méthodologie, recommandée également par Li & Simerly (1998), consiste à incorporer des variables macro-économiques de chaque pays comme indicateurs de la spécificité de son contexte.

D'autres pistes de recherche incluent la réplique de la présente étude, éventuellement en adoptant les améliorations méthodologiques suggérées ci-dessus ou en explorant d'autres contextes (échantillons). De telles études permettront de clarifier les relations mises en valeur par le présent travail et d'en étendre la généralisabilité.

BIBLIOGRAPHIE

- Aczel, A.D., 1993, Complete Business Statistics, 2nd Edition, Richard D. Irwin, Inc., USA.
- Afifi, A.A. & V. Clark, 1996, Computer-Aided Multivariate Analysis, Chapman-Hill, 3rd Ed., London.
- Banerjee, S., B. Leleux & T. Vermaelen, 1997, Large shareholders and corporate control: an analysis of stake purchases by French holding firms, European Financial Management, vol. 3, pp. 23-44.
- Bathala, C.T., 1996, Determinants of Managerial Stock Ownership: The Case of CEOs, The Financial Review, vol. 31, N° 1, february, pp. 127-147.
- Baysinger, B.D., Kosnik R.D., & A. Turk, 1991, Effects of board and ownership structure on corporate strategy, Academy of Management Journal, 34, pp. 205-214.
- Belkaoui A. & Pavlik E., 1992, The Effects of Ownership Structure and Diversification Strategy on Performance, Managerial and Decision Economics, 13, pp. 343-352.
- Bergh, D.D. & G.H. Holbein, 1997, Assessment and redirection of longitudinal analysis: Demonstration with a study of the diversification and divestiture relationship, Strategic Management Journal, Vol. 18:7, pp. 557-571.
- Breeden, R.C., 1993, Leave It to Markets, Harvard Business Review, january-february.
- Buhner, R. 1987. Assessing international diversification of West German corporations. Strategic Management Journal, 8: 25-37.
- Caves, R. E. 1982. Multinational enterprise and economic analysis. Cambridge: Cambridge University Press.
- Cheng, J.L.C., 1994, Notes: On the Concept of Universal Knowledge in Organizational Science: Implications for Cross-national Research, Management Science vol.40, N°1, January, pp. 162-168.

- Cubbin, J. & D. Leech, 1983, The Effect of Shareholding Dispersion on the degree of Control in British Companies: Theory and Measurement, *The Economic Journal*, pp. 351-369.
- Daily, C.M, 1996, Governance Patterns in Bankruptcy Reorganizations, *Strategic Management Journal*, 17, pp. 355-375.
- Daniels, J. D., & Bracker, J. 1989. Profit performance: Do foreign operations make a difference? *Management International Review*, 29(1): 46-56.
- Davis, J.H, Schoorman, F.D., & L. Donaldson, 1997, Toward a Stewardship Theory of Management, *Academy of Management Review*, Vol. 22, pp. 20-47.
- Dunning, J. H. 1988, The eclectic paradigm of international production: A restatement and some possible extensions, *Journal of International and Business Studies*, 19(1), pp. 1-32.
- Demsetz, H & K. Lehn, 1985, The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6, pp. 1155-1177.
- Fladmoe-Lindquist, K., & Tallman, S. 1994. Resource-based strategy and competitive advantage among multinationals. In P. Shrivastava, A. Huff, & J. Dutton (Eds.), *Advances in strategic management*, vol. 10A: 45-72. Greenwich, CT: JAI Press.
- Firth, M., 1995, The impact of institutional stockholders and managerial interests on the capital structure of firms, *Managerial and Decision Economics*, vol. 16, pp. 167-175.
- Fox, M.A. & R.T. Hamilton, 1994, Ownership and Diversification: Agency Theory or Stewardship Theory, *Journal of Management Studies*, 31:1, January, pp. 69-81.
- Gedajlovic, E., 1993, A cross-national study of corporate governance, strategy and firm performance, Unpublished PhD Thesis, Concordia University, Montreal, Québec, Canada.
- Gedajlovic, E. & D. Shapiro, 1998, Management and ownership effects: Evidence from five countries, *Strategic Management Journal*, vol. 6, pp. 533-553.
- Geringer, J. M., Beamish, P. W., & daCosta, R. C. 1989, Diversification strategy and internationalization: Implications for MNE performance. *Strategic Management Journal*, 10, pp. 109-119.
- Grant, R. M. 1987. Multinationality and performance among British manufacturing companies. *Journal of International Business Studies*, 22: 249-263.
- Granovetter M., 1985, Economic Action and Social Structure: The Problem Embeddedness, *American Journal of Sociology*, 91, pp. 481-501.
- Hamel, G. 1991. Competition for competence and interpartner learning within international strategic alliances. *Strategic Management Journal*, 12: 83-103.
- Hamilton G.G. & N.W. Biggart, 1988, Market, Culture and Authority: A Comparative Analysis of Management and Organization in the Far East, *American Journal of Sociology*, 94, pp. S52-S94.
- Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, R. D. 1994. A mid-range theory of the interactive effects of international and product diversification on innovation and performance. *Journal of Management*, 20: 297-326.
- Hitt, M., Hoskisson, R. & H. Kim, 1997, International diversification: Effects on innovation and firm in product-diversified firms, *Academy of Management Journal*, vol. 40, pp. 767-798.
- Hofstede, G., 1980, *Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values*, Sage, Beverly Hills, CA.
- Hofstede, G., 1983, National Cultures in Four Dimensions, *International Studies of Management and Organization*, 13(2), pp. 46-74.

- Hofstede, G., 1983, The Cultural Relativity of Organizational Practices and Theories, *Journal of International Business Studies*, 14(2), pp.
- Hofstede, G., 1984, *Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values*, abridged edition, Sage, Beverly Hills, CA.
- Hofstede, G., 1991, *Cultures and Organizations: Software of the Mind*, McGraw-Hill, London.
- Hofstede, G., 1994, *Vivre dans un monde multiculturel*, Paris, Les Editions d'organisation.
- Hofstede G., 1996, An American in Paris: The Influence of Nationality on Organization Theories, *Organization Studies*, 17(3), pp. 525-537.
- Holderness, C., & D. Sheehan, 1988, The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis, *Journal of Financial Economics*, pp. 317-346.
- Jensen M.C., 1983, Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, 3, pp. 301-325.
- Jensen, M.C., 1993, The Modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance*, 48, pp. 831-880.
- Kabir, R, Cantrijn, D., & A. Jeunink, 1997, Takeover defenses, ownership structure and stock returns in the Netherlands: An empirical analysis, *Strategic Management Journal*, pp. 97-109.
- Kanda, Hideki, 1995, Trends in Japanese Corporate Governance, *Comparative Corporate Governance*, Brussels, 14 june.
- Kaplan, S. & M. Weisbach, 1992, The success of acquisitions: Evidence from divestitures, *Journal of Finance*, 47, pp. 107-138.
- Kim, W. C., Hwang, P., & Burgers, W. P. 1993. Multinationals' diversification and the risk-return tradeoff. *Strategic Management Journal*, 14: 275-286.
- Kim, W.S., J.W. Lee & J.C. Francis, 1988, Investment performance of common stocks in relation to insider ownership, *Financial Review*, 23, pp. 499-508.
- Kleinbaum, D.G., L.L. Kupper & K.E. Muller, 1988, *Applied regression analysis and other multivariable methods*, 2nd edition, Boston, MA: PWS Kent.
- Kobrin, S. J. 1991, An empirical analysis of the determinants of global integration, *Strategic Management Journal*, 12 (special issue), pp. 17-37
- Kogut, B. 1985, Designing global strategies: Comparative and competitive value added chains (part 1), *Sloan Management Review*, 27 (summer), pp. 15-28.
- Kogut, B. 1984, Normative observations on the value added chain and strategic groups, *Journal of International Business Studies*, 15, pp. 151-168.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. & W. Vishny, 1997, Legal determinants of external finance, *The Journal of Finance*, vol. 52, n°3, pp. 1131-1150).
- Li, Mingfang & R.L. Simerly, 1998, The moderating effect of environmental dynamism on the ownership and performance relationship, *Strategic Management Journal*, vol. 19, pp. 169-179.
- Li, J., 1994, Ownership Structure and Board Composition: A Multi-country Test of Agency Theory Predictions, *Managerial and Decision Economics*, vol. 15, pp. 359-368.
- Milgrom, P & J. Roberts, *Economie, Organisation et management*, De Boeck, Paris-Bruxelles, 1997.

- Miller, D., 1991, Stale in the Saddle: CEO Tenure and the Match Between Organization and Environment, *Management Science*, 37, 1, pp. 34-52.
- Monks, R.A.G. & N. Minow, 1996, *Watching the watchers: Corporate governance for the 21st century*, Blackwell Business, Oxford, UK.
- Morck, R., A. Shleifer & R.W. Vishny, 1988, Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293-315.
- Morck, R., & Yeung, B., 1991, Why investors value multinationality. *Journal of Business*, 64: 165-187.
- Neun, S.P. & R.E. Santerre, 1986, Dominant stock ownership and profitability, *Managerial and Decision Economics*, 7, Septembre, pp. 207-210.
- Newey, W. & K. West, 1987, A Simple Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix, *Econometrica*, 55, 703-708.
- Nilekant, V. & H. Rao, 1994, Agency and uncertainty in organizations: An evaluation, *Organizations Studies*, 15/5, pp. 649-672.
- Pastré, O., 1995, Le gouvernement d'entreprise: questions de méthodes et enjeux théoriques, *Problèmes économiques n° 2.423*, 10 mai, pp. 1-8.
- Percy, I., 1995, Who holds the reins? An overview of corporate governance practice in Japan, Germany, France, United States of America, Canada and the United Kingdom, London, 1995.
- Perrow, C., 1986, *Complex organizations : A critical essay* (3rd Edition), New York, NY : Random House.
- Porter, M.E., 1985, *Competitive advantage*, New York, NY: Free Press.
- Porter, M.E., 1990, *The competitive advantage of nations*, New York, NY: Free Press.
- Porter, M.E., 1992, *Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry*, Report to Council on Competitiveness co-sponsored by the Harvard Business School, June.
- Price & Waterhouse, *Doing business in Belgium*, Price & Waterhouse, USA, 1996.
- Price & Waterhouse, *Doing business in Korea*, Price & Waterhouse, USA, 1996.
- Price & Waterhouse, *Doing business in Japan*, Price & Waterhouse, USA, 1996.
- Price & Waterhouse, *Doing business in Singapore*, Price & Waterhouse, USA, 1996.
- Price & Waterhouse, *Doing business in Sweden*, Price & Waterhouse, USA, 1996.
- Price & Waterhouse, *Doing business in United States*, Price & Waterhouse, USA, 1996.
- Prowse, S., 1995, Corporate governance in an international perspective, *Financial markets, Institutions and Instruments*, 4, pp. 1-63.
- Ramaswamy, K. 1995. Multinationality, configuration, and performance: A study of MNEs in the U.S. drug and pharmaceutical industry. *Journal of International Management*, 1: 231-253.
- Rediker, K.J., & Anju Seth, 1995, Boards of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisms, *Strategic Management Journal*, 16, pp. 85-99.
- Roe, M., 1994, Some differences in corporate structure in Germany, Japan, and the United States, *Yale Law Journal*, 102., pp. 1927-2003.
- Ronen, S. & O. Shankar, 1985, Clustering Countries on Attitudinal Dimensions: A Review and Synthesis, *Academy of Management Review*.
- Ronen, S., 1986, *Comparative and Multinational Management*, John Wiley & Sons, New York.

- Roth, K. 1992, International configuration and coordination archetypes for medium-sized firms in global industries. *Journal of International Business Studies*, 23, pp.533-549.
- Roth, K., Schweiger, D., & Morrison, A. 1991, Global strategy implementation at the businessunit level: Operational capabilities and administrative mechanisms. *Journal of International Business Studies*, 22, pp. 361-394.
- Rugman, A. M. 1979, *International diversification and the multinational enterprise*. Lexington, MA: Lexington Books.
- Rugman, A. M. 1981, *Inside the multinationals: The economics of international markets*. London: Croom Helm.
- Sambharya, R, 1996, Foreign experience of top management teams and international diversification strategies of US Multinational corporations, vol. 17, pp. 739-746.
- Shleifer, A, & R.W., Vishny, 1997, A survey of corporate governance, *The Journal of Finance*, pp. 737-783.
- Sridharan, U.V., 1996, CEO Influence and Executive Compensation, *The Financial Review*, vol. 31, February, pp. 51-66.
- Sundaram, A. K., & Black, J. S. 1992. The environment and internal organization of multinational enterprises. *Academy of Management Review*, 17: 729-757.
- Tallman, S. & J. Li, 1996, Effects of international diversity and product diversity on the performance of multinational firms, *Academy of Management Journal*, Vol. 39, n° 1, pp. 179-196.
- Walsh J.P. & J.K. Seward, 1990, On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms, *Academy of Management Review*, 15(3), pp. 421-458.
- Williamson, O.E., 1988, Corporate finance and corporate governance, *Journal of Finance* 43, pp. 567-592.
- Williamson O.E., 1991, Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives, *Administrative Science Quarterly*, 36, pp. 269-296.
- Zeckhauser, R. & J. Pound, 1990, Are large shareholders effective monitors? An investigation of share ownership and corporate performance, pp. 149-179 in Hubbard R.G. (Ed.) *Asymmetric information, corporate finance and investment*, NBER, The University of Chicago Press.

Notes

ⁱ Il convient de préciser que l'internationalisation est aussi liée à la taille du marché domestique. Lorsque celui-ci est étroit (cas de la Belgique et de la Suède), la survie des entreprises passe généralement par l'exportation, l'internationalisation. Par contre, pour des pays à marché étendu (cas des Etats-Unis), l'internationalisation relève plus du choix stratégique que d'une nécessité de survie. Par ailleurs, il faut noter que du fait de la mondialisation, l'internationalisation tend à devenir un impératif pour toutes entreprises quel qu'en soit le pays. Les effets de la mondialisation induiront vraisemblablement une absence de relation entre la concentration de l'actionariat et le niveau d'internationalisation.

ⁱⁱ A titre d'exemple, le système japonais, parfois décrié, a fonctionné de manière à permettre l'extraordinaire succès de l'industrie japonaise (Monks, 1996). Il est possible d'en dire autant du système allemand. Le succès du modèle japonais a suscité de l'émulation dans nombre de pays. Certains universitaires américains réputés (Porter, 1992 notamment) ont recommandé l'adoption de certains

principes japonais par les Etats-Unis, en vue d'améliorer la compétitivité des entreprises américaines. La vision soutenue par Porter n'a pas recueilli l'unanimité, nombre d'auteurs (voir par exemple, Breedon, 1993) invoquant les différences culturelles, affirment que l'adoption du système japonais heurterait les valeurs américaines.