

La valeur relative des actions nominatives, des actions au porteur et des bons de participation

Ce travail a pour but de rechercher les facteurs des différences de la valeur des trois catégories d'actions existant sur le marché suisse: nominatives, porteurs et bons de participation. Pendant longtemps, sur ce marché, on a accepté sans trop se poser de questions, l'existence de prix très différents pour ces diverses catégories de titres, les écarts pouvant prendre des proportions allant du simple au double, même en convertissant les titres à une même valeur nominale.

Malgré tous les bouleversements récemment intervenus sur ces aspects du marché, l'intérêt de cette étude reste très grand. Sur le plan pratique, ses implications sont évidentes du point de vue de l'investisseur et du gestionnaire de portefeuille. On ne saurait non plus négliger les implications pour l'entreprise, du point de vue du coût de capital. Par exemple, pour une même valeur nominale et pour un même dividende, si la nominative est cotée à 50 et la porteur à 100, la nominative représente pour l'investisseur, abstraction faite du gain en capital, un rendement deux fois plus élevé, sans risque

* Ce travail s'inscrit dans le cadre d'un projet partiellement financé par le Fonds national suisse de la recherche scientifique et consacré au marché suisse des actions. Il a été aussi le sujet du mémoire de licence de Rainer Häberle. Jacques Pasquier-Dorthe est professeur ordinaire à l'Université de Fribourg et professeur extraordinaire à l'Université de Lausanne. Les auteurs remercient Philippe Broillet et Jean Benetti, assistants à l'Université de Fribourg, pour toute l'aide qu'ils ont fournie.

économique supplémentaire. Pour l'entreprise, cette situation représente un coût approximativement deux fois plus grand, dans la mesure où pour un même dividende le prix d'émission des actions nouvelles doit être proportionnel au cours des anciennes actions, donc environ deux fois plus bas. Dans un tel contexte, le problème de la structure optimale du capital ne comprend plus seulement le ratio capital propre/capital étranger, mais aussi la structure du capital action. Sur le plan théorique, l'intérêt de cette étude est aussi de contribuer à une meilleure connaissance des facteurs qui pourraient limiter l'efficacité du marché suisse des actions. L'exposé qui suit présente le cadre institutionnel et les travaux antérieurs, les principaux éléments du modèle, le modèle complet et les estimations, les résultats et leur interprétation.

1. Le cadre institutionnel

Le droit suisse prévoit la possibilité d'actions nominatives et d'actions au porteur. On entend par action nominative un titre de propriété, établi en faveur d'une personne physique ou morale, dont le nom est inscrit dans le registre des actionnaires de la société anonyme. Cette inscription est nécessaire pour que le détenteur soit considéré comme actionnaire. Au contraire, dans le cas de l'action au porteur, tout détenteur de l'action est reconnu comme actionnaire. Les actions nominatives peuvent im-

plier statutairement, pour être achetées, un certain nombre de conditions notamment que l'acquéreur soit de nationalité suisse. Cette dernière pratique s'est généralisée et l'on a vu les prix des deux catégories d'actions nominatives et au porteur s'établir, pour de mêmes valeurs nominales, à des niveaux tellement différents, en tout cas pour les grandes entreprises, que les financiers étrangers non familiers de cette réalité avaient peine à y croire.

Cette disparité des cours s'expliquait d'un côté, pour les actions nominatives, par le caractère restreint du marché des investisseurs suisses, d'un autre côté, pour les actions au porteur, par la dimension beaucoup moins limitée du marché des investisseurs internationaux, renforcée par le caractère attractif du franc suisse et de la sécurité qui s'y rattache.

Cette situation est aujourd'hui remise en question. Depuis quelques années déjà, elle était l'objet de critiques. En novembre 1988, Nestlé, la plus grande capitalisation boursière suisse, annonce l'ouverture de ses nominatives aux étrangers. Elle est suivie en 1989 par Ciba-Geigy et par d'autres entreprises, telles que BBC, Jacobs-Suchard, Georg Fischer. Chaque fois, on observe une forte hausse des nominatives, et une baisse des porteurs. Parallèlement, on constate le même phénomène pour les autres sociétés, manifestement par un effet d'anticipation. De fait, aujourd'hui, l'écart entre les deux types de titres est beaucoup plus faible. Antérieurement on avait, pour une même valeur nominale, des nominatives cotées jusqu'à 35, 40 pour des porteurs cotées à 100. Aujourd'hui, les nominatives ne sont guère plus bas que 60, 70 pour des porteurs cotées à 100. Par ailleurs, des actions au porteur sans droit de vote, appelées bons de participation, existent sur le marché, depuis 1963, sans bases juridiques explicites. Dans ce cas, on constate que le bon de participation est coté plus bas que l'action au porteur normale. On observe ainsi, pour de mêmes valeurs nominales, des bons descendant jusqu'à 55 pour des porteurs cotées à 100. Depuis le 'crash' de 1987, on a beaucoup moins de nouvelles émissions de bons de participation sur le marché suisse.

2. Travaux antérieurs

Cette réalité des différences de prix, à valeur nominale égale, pour des titres différents, n'a guère été étudiée, en Suisse et dans le monde, avant les années 1980. Les restrictions aux étrangers étant limitées à quelques pays comme la Suisse, la Finlande ou la Suède, ce sont avant tout les différences de droit de vote qui ont retenu l'intérêt des chercheurs.

Les premiers travaux quantitatifs à ce sujet sont ceux de LEASE/MCCONNELL/MIKKELSON (1983) aux Etats-Unies, de LEVY (1983) en Israël, de RYDQVIST (1987) en Suède et de HORNER (1988) en Suisse. Dans ces travaux, on peut remarquer l'apport de Levy avec l'utilisation de l'indice de Lorenz et celui de Rydqvist qui a appliqué cet indice à la structure de l'actionnariat.

Parmi d'autres travaux antérieurs, non quantitatifs, sur le rôle du droit de vote dans les marchés financiers, plusieurs sont à citer comme marquants: MANNE (1962, 1964, 1965), EASTERBROOK/FISCHEL (1983).

3. Les principaux éléments du modèle

La théorie financière admet l'existence d'un marché unique et homogène. Par ailleurs, elle ignore toute possibilité de prix et de valeur attachés au droit de vote ou au contrôle. Dans ce contexte d'efficacité, l'existence de marchés différents pour les porteurs, les nominatives et les bons est inintelligible.

Une discussion théorique de ce problème n'est toutefois pas impossible. Il suffit de se rappeler que l'efficacité des marchés n'est qu'une simplification de la réalité, liée à une démarche de modélisation. Des approches intéressantes ont été proposées à ce sujet (cf COASE 1937, HART 1979, HORNER 1986; pour une revue de la question voir HAEBERLE 1989). Sans entrer dans cette discussion, on peut poser le problème de la façon suivante. Il existe trois catégories de titres avec des prix différents. Il s'agit d'identifier et de mesurer les facteurs de ces différences. Pour cela, on peut

construire un modèle apte à cerner cette réalité, avec des variables à expliquer et des variables explicatives.

Dans le modèle choisi pour cette étude, les éléments à expliquer sont les prix relatifs des trois catégories d'actions exprimés sous forme de ratios, à savoir

$$BP/P, \quad N/P \quad \text{et} \quad BP/N$$

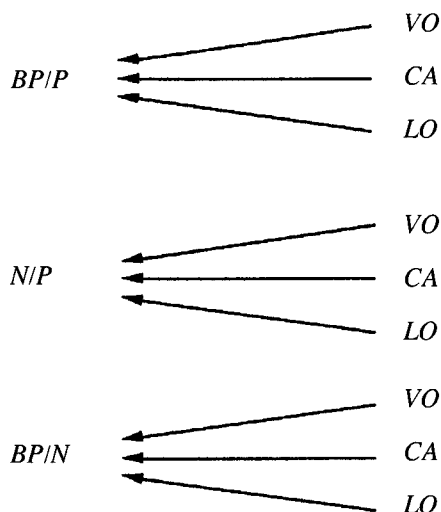
où P est le prix de l'action au porteur, N le prix de l'action nominative et BP le prix du bon de participation. Les cours sur lesquels se basent ces grandeurs ont évidemment été ajustés pour correspondre à une même valeur nominale. Ces trois variables expliquées ont aussi été étudiées séparément.

Les variables explicatives du modèle sont avant tout les suivantes:

- la proportion des droits de votes librement négociables (VO)
- la proportion du capital librement négociable (CA)
- l'indice de Lorenz (LO).

Dès lors, on est en présence de trois groupes de modèles (qui seront encore ultérieurement complétés par d'autres variables), mais qu'il est utile de schématiser, précisément pour bien comprendre la signification des variables explicatives qui va être exposée aussitôt après:

Graphique 1: Présentation schématique des modèles.



3.1 La proportion des droits de vote librement négociables (VO)

Elle s'exprime par le ratio

$$VO = \frac{\text{Nombre d'actions au porteur}}{\text{Nombre total des droits de vote}}$$

On admet pour les calculs, que, selon la pratique en Suisse, une action représente un droit de vote, indépendamment de la valeur nominale.

Cette variable est destinée à saisir l'influence sur les prix relatifs, de la liberté de négociation des droits de vote attachées aux actions au porteur. Cette influence est liée à la possibilité d'un changement de contrôle dans l'entreprise. A l'évidence elle sera d'autant plus grande que la proportion des actions au porteur sera élevée.

Il est clair aussi que cette variable n'agit pas dans le même sens pour les différents modèles, selon la formulation de la variable expliquée. C'est ce que montre le tableau 1 à la fin de la section 4. Par exemple, dans ce tableau, la colonne VO , ligne BP/P , indique que, toutes choses égales par ailleurs, le prix relatif "bon de participation sur porteur" tend à diminuer avec une proportion croissante de droits de vote librement négociables. Autrement dit, lorsque l'importance de la porteur augmente dans le total des droits de vote, l'écart entre la porteur et le bon tend à augmenter.

3.2 La proportion du capital librement négociable (CA)

Elle s'exprime par le ratio

$$CA = \frac{\text{Capital nominal des actions au porteur et des bons de participation}}{\text{Total du capital nominal}}$$

Cette variable est destinée à saisir l'influence, sur les prix relatifs, de la dimension suisse ou mondiale du marché des titres négociés. Le marché des nominatives est très restreint (les actionnaires suisses). Celui des porteurs et des bons de participation

a une extension presque illimitée (les actionnaires du monde entier).

Le tableau 1, à la fin de la section 4, donne à nouveau les résultats théoriques ou attendus pour le paramètre de ce facteur. Par exemple si CA est élevé, c'est aussi le cas de N/P ; autrement dit, s'il y a très peu de nominatives, leur valeur est presque aussi élevée que celle des actions au porteur, bien entendu abstraction faite des droits de vote que cherchent à expliquer VO et LO , les deux autres principales variables explicatives.

3.3 L'indice de Lorenz (LO)

L'indice de Lorenz est connu des économistes comme indicateur de distribution. A la différence du ratio qui est un rapport entre deux grandeurs et joue ce rôle de synthèse dans toutes les autres variables du modèle examinées jusqu'ici, on doit adopter avec l'indice de Lorenz une procédure géométrique, pour saisir une complexité beaucoup plus grande.

Le graphique 2, ci-après, en donne un exemple emprunté à la situation de l'Union de Banques Suisses. Le même indice va être par ailleurs calculé pour toutes les entreprises.

Sur l'abscisse, est portée la part du capital nominal du titre considéré, en pourcent du total du capital

nominal. Sur l'ordonnée, est inscrite la part des droits de vote du titre considéré, en pourcent du total des droits de vote. On commence par inscrire la catégorie d'actions qui détient le plus grand nombre des droits de vote pour un même capital nominal. En fait, pour des raisons qui relèvent de la loi et du bon sens, c'est toujours d'abord l'action N , ensuite l'action P , puis pour finir les BP . Ainsi, les distances sur les axes, depuis l'origine, correspondent à N jusqu'à $P1$, à P de $P1$ à $P2$ et à BP de $P2$ à $P3$. D'une façon générale, la courbe qui en résulte, appelée aussi courbe de Lorenz, a la forme d'un triangle dans le cas d'une structure du capital action comprenant des actions N non-privilegiées, des actions P et des BP ; et d'une "courbe" ayant un fléchissement supplémentaire en cas d'actions N privilégiées, d'actions au P et de BP (voir le graphique 2). Dans le graphique 2 ci-dessous, $P1 = (16.2\%, 51.4\%)$, $P2 = (16.2 + 76.5\%, 51.4\% + 48.6\%)$, $P3 = (16.2\% + 76.5\% + 7.3\%, 51.4\% + 48.6\% + 0\%)$. Le premier terme de chaque point représente le pourcentage cumulé du capital nominal. Le deuxième terme représente le pourcentage cumulé des droits de vote. Les éléments des termes de chaque point sont successivement les grandeurs correspondant aux N , P et BP .

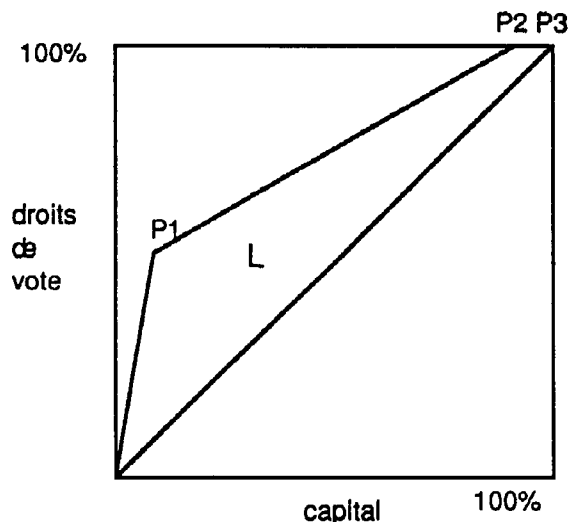
Le nombre des segments de la courbe correspond au nombre des catégories d'actions qui se diffé-

Graphique 2: Indice de Lorenz pour la situation de l'UBS en 1987.

UBS 1987:

N nominal 100; 3'800'000 actions
 P nominal 500; 3'590'000 actions
 BP nominal 20; 8'561'759 actions

Indice Lorenz = 0.387



rencient par les droits de vote. S'il n'y a pas de différence dans les droits de vote, la courbe de Lorenz est identique à la diagonale du carré formé par les deux axes. Dans ce cas, l'indice Lorenz est minimal, et donc zéro, puisqu'il n'y a pas d'inégalité. Théoriquement, dans le cas contraire, l'indice Lorenz peut s'approcher de 1, si la structure du capital action ne comprend que des actions sans droits de vote et une seule action ayant un droit de vote et une valeur nominale minimale.

Graphiquement, l'indice Lorenz est représenté par l'étendue de la surface L . Il est zéro si la courbe de Lorenz est identique à la diagonale, et 1 si elle est identique à la moitié du carré formé par le triangle supérieur. L'indice Lorenz se calcule en mettant en rapport la surface L avec la surface du triangle à droite de la diagonale, surface qui est égale à la moitié de celle du carré.

$$\text{Indice Lorenz: } LO = \frac{\text{surface } L}{1/2 \text{ de la surface du carré}}$$

Les résultats théoriques ou attendus, pour ce facteur LO dans le modèle, sont donnés à nouveau dans le tableau 1.

4. Le Modèle complet et les estimations

Avec ces variables explicatives et expliquées, l'étude empirique a été menée pour toutes les entreprises suisses importantes qui avaient les trois catégories d'actions cotées en bourse, depuis juillet 1983. En tout, il s'agit de 18 entreprises. Fin 1984, leur capitalisation boursière constituait 53% de l'indice SBS. La période couverte par l'étude va du début juillet 1983 à fin juin 1988. Les calculs ont été effectués sur des moyennes annuelles établies à partir des cours journaliers et ajustés du marché de Zürich. Ceux-ci ont été établis à partir de la base de données historique de Telekurs AG, préparée pour la recherche empirique à l'Université de Fribourg par VAUTHEY/HERMANN/PASQUIER-DORTHE (1989).

Ces données ont été étudiées dans une démarche de régression "time series and cross sections". Autrement dit, elles ont été traitées pour chacune des années en coupe transversale, ainsi que pour l'ensemble des entreprises sur la période entière.

Diverses variables ont été ajoutées pour affiner encore le modèle, telles que

- la capitalisation boursière, pour tenir compte d'un effet de taille,
- des variables muettes, pour les cotations à l'étranger et les actions nominatives liées [1],
- le temps, pour la régression tenant compte de toutes les années.

Le modèle complet se présente donc comme suit:

$$Y = C + b_1 LO + b_2 CA + b_3 VO + b_4 DE + b_5 DL + b_6 LCB + b_7 TI + e$$

avec Y représentant les prix relatifs à expliquer: BP/P , N/P et BP/N ; C , la constante, et b_1 à b_7 , les paramètres des variables explicatives. LO , CA et VO sont les variables principales du modèle (voir la section 3); théoriquement elles peuvent prendre toutes les valeurs entre 0 et 1. DE est une variable muette qui prend la valeur 1 si des actions sont cotées à l'étranger et 0 si elles ne le sont pas. DL est aussi une variable muette qui fonctionne de la même façon pour saisir les effets de la présence ou non d'actions nominatives liées. LCB est le logarithme de la capitalisation boursière des entreprises étudiées. La variable TI sera comprise uniquement dans la régression "transversale - longitudinale". Elle tient compte du facteur temps qui est inclu dans ce type de régression.

Sur la base du modèle complet, on peut schématiser les relations mesurées en regardant, avec le bon sens, si elles sont positives ou négatives. C'est ce que fait le tableau 1 ci-dessous. Sa compréhension ne devrait pas poser de problème, dans la mesure où l'on saisit bien la signification des variables expliquées et surtout des variables explicatives du modèle.

Pour les colonnes CA et VO du tableau 1, des exemples ont été donnés à la section 3. On remarque

aussi sur ce tableau, pour la colonne *LO*, que la nominative augmente par rapport à la porteur lorsque l'indice Lorenz ou l'inégalité de la répartition des droits de vote augmente. Pour *DE* (cotation à l'étranger) et *DL* (présence de nominatives liées) la relation avec *N/P* est négative, puisque la valeur de la porteur augmente par rapport à celle de la nominative, dans le premier cas, en raison d'un renforcement de l'extension du marché, dans le second cas, en raison d'une restriction supplémentaire touchant la nominative. La relation inverse, c'est-à-dire positive, prévaut évidemment entre les mêmes variables explicatives et le ratio *BP/N*. Pour ce qui concerne *LCB* (capitalisation boursière), le tableau traduit le fait que le marché estime moins probable la prise de contrôle d'une société de grande dimension. En particulier, cette moindre probabilité d'OPA tend à déprécier la nominative, par ailleurs plus difficile à absorber par le marché suisse pour les grandes sociétés.

Tableau 1: Paramètres théoriques ou attendus pour les diverses variables du modèle.

	<i>LO</i>	<i>CA</i>	<i>VO</i>	<i>DE</i>	<i>DL</i>	<i>LCB</i>	<i>TI</i>
<i>BP/P</i>	+/-		-			+	-
<i>N/P</i>	+	+	+	-	-	-	
<i>BP/N</i>	-	-	-	+	+	+	

5. Les résultats et leur interprétation

Les principales variantes possibles de modèles ont été testées dans l'analyse statistique, à savoir, les modèles complets de régression multiples, les divers modèles partiels de régression multiple et les

modèles de régression simple. Les résultats des tests statistiques (voir annexe 2) confirment les paramètres théoriques ou attendus de toutes les variables principales (voir tableau 1). Seules les variables muettes se révèlent problématiques, en raison de phénomènes perturbateurs de corrélation. Parmi ces résultats, plusieurs sont à noter comme importants, spécialement par comparaison avec la seule étude effectuée précédemment pour le marché suisse (HORNER 1988).

Dans le modèle visant à expliquer les prix relatifs *BP/P*, uniquement certaines variables sont significatives. Avec l'ensemble des variables explicatives, ou un sous-ensemble de celles-ci, on arrive à un R^2 de 35%. Pour ce cas, les résultats de Horner ne sont pas significatifs.

Pour les modèles visant à expliquer les prix relatifs *N/P* et *BP/N*, toutes les variables proposées sont individuellement significatives (test t). Dans les régressions simples, le R^2 varie entre 15 et 35%. Dans les régressions multiples, il est de 50 à 60%, soit le double des résultats de Horner.

La régression de *BP/P* sur *LO*, lorsque *LO* ne tient compte que des porteurs et des bons de participations, permet aussi des constatations intéressantes. La constante de cette régression devrait être 1 dans la situation théorique où l'on n'aurait qu'un seul bon et une infinité de porteurs. Dans ce cas, la valeur du bon devrait être la même que celle de l'action au porteur. La constante représente ainsi le point où l'indice de Lorenz est égal à 0, autrement dit, le point où le cours du porteur devient identique à celui du bon, puisqu'il y a égalité parfaite en ce qui concerne les droits de vote. Or le test statistique montre clairement que la constante est significativement différente de 1, et que les cours des bons de participation sont inférieurs d'environ 10% par rapport à leur niveau attendu, même en faisant abstraction des droits de vote. Ce fait indique clairement que le marché n'est pas efficient, en évaluant les prix relatifs *BP/P*.

La significativité des résultats concernant le signe du paramètre de la variable *CA* permet de confirmer que le coût du capital issu des nominatives est toujours plus élevé, et que toute structure compre-

nant des nominatives ordinaires est inefficace (parce qu'on peut obtenir le même résultat à moins cher avec des nominatives privilégiées).

Cette étude confirme ainsi que les actions nominatives ont, en Suisse, un coût beaucoup plus élevé que toutes les autres formes de financement propre (pour un même dividende à payer, on obtient moins de capital sur le marché). Parmi les nominatives, ce sont les nominatives ordinaires qui ont le coût le plus élevé. Tous ces suppléments de coûts sont évidemment liés au contrôle.

Une façon très adroite de limiter ces suppléments a été l'ouverture des nominatives aux étrangers, avec proportion maximale de titres pouvant être détenus par un même actionnaire (par exemple 3% des nominatives chez Nestlé).

Finalement l'entreprise a intérêt à se financer par des porteurs et des nominatives ouvertes aux étrangers, avec limitation de la proportion de titres que peut détenir un même actionnaire nominatif.

Une autre conclusion concerne le bon de participation. Puisqu'il tend à être sous-évalué par rapport à l'action au porteur, même abstraction faite de la valeur du droit de vote [2], il représente, comme l'action nominative, d'un côté un coût excessif pour l'entreprise, de l'autre, une opportunité pour l'investisseur de profiter de cette inefficacité du marché.

Annexe 1: Evolution des prix relatifs BP/P

Si l'on prend le point de vue de la théorie financière classique, on peut ajouter un autre argument pour expliquer la sous-évaluation des bons par rapport aux porteurs.

Admettons un prix de marché initial de Fr. 1 000 pour le BP et de Fr. 1 500 pour l'action P (ces cours sont ajustés pour de mêmes valeurs nominales donc avec le même dividende). Le rendement total attendu est de 6% pour le BP et l'action P . Il se compose, pour le BP , d'un rendement brut de dividende de 3% (supposé constant pour toute la période) et d'un rendement de 3% sous forme de gain en capital. Pour l'action P , le rendement en dividende absolu est égal au rendement du BP . Cependant, en pourcent, il est plus petit puisque calculé sur un cours plus élevé. Pour compenser ce rendement plus faible, il faut une augmentation de cours toujours plus élevée.

Le surplus d'augmentation des porteurs représente une augmentation des prix du droit de vote. Cette augmentation ne se réalise manifestement pas dans la réalité. Il en découle que l'actionnaire paie une prime pour le droit de vote en terme de rentabilité totale inférieure.

Annexe 2: Principaux résultats de la régression transversale - longitudinale

Variable expliquée: *BP/P*

ADJUSTED R-SQUARED = 0.372

VARIABLE	ESTIMATED COEFFICIENT	STANDARD ERROR	T-STATISTIC
<i>C</i>	0.4360	0.09250	4.714
<i>LO</i>	0.5850	0.18200	3.211
<i>CA</i>	-0.2210	0.09430	-2.347
<i>DE</i>	0.1080	0.02670	4.064
<i>DL</i>	0.1020	0.03730	2.732
<i>LCB</i>	0.0415	0.01040	4.000
<i>TI</i>	-0.0272	0.00508	-5.346

VARIABLE	ESTIMATED COEFFICIENT	STANDARD ERROR	T-STATISTIC
<i>C</i>	0.893	0.0345	25.866
<i>LO</i>	-0.179	0.0698	-2.564

Variable expliquée: *N/P*

ADJUSTED R-SQUARED = 0.521

VARIABLE	ESTIMATED COEFFICIENT	STANDARD ERROR	T-STATISTIC
<i>C</i>	0.330	0.0833	3.960
<i>LO</i>	0.611	0.2430	2.515
<i>VO</i>	0.211	0.1220	1.733
<i>DP</i>	0.321	0.0537	5.977

Variable expliquée: *BP/N*

ADJUSTED R-SQUARED = 0.585

VARIABLE	ESTIMATED COEFFICIENT	STANDARD ERROR	T-STATISTIC
<i>C</i>	1.1450	0.2030	5.650
<i>CA</i>	-0.9980	0.1810	-5.519
<i>DP</i>	-0.2340	0.0791	-2.954
<i>LCB</i>	0.1240	0.0242	5.133
<i>TI</i>	-0.0491	0.0111	-4.424

Notes

- [1] L'action nominative liée renforce encore la restriction du marché des nominatives, en ce que le conseil d'administration peut refuser l'inscription, même de citoyens suisses, sans donner de motifs.
- [2] Le cas de l'investisseur indifférent au droit de vote est traité en annexe 1.

Références

- COASE, R.H. (1937): "The Nature of the Firm", *Economica* 4.
- EASTERBROOK, F.H. et D.R. FISCHER (1983): "Voting in Corporate Law", *Journal of Law and Economics*, juin.
- HAEBERLE, R. (1989): "La Valeur Relative des Actions Nominatives, des Actions au Porteur et des Bons de Participation: Modèle et Vérification Empirique. Mémoire de licence.", Université de Fribourg, ISES, non publié, 82 pages.
- HART, O.D. (1979): "On Shareholder Unanimity in Large Stock Market Economies", *Econometrica*, septembre.
- HORNER, M.R. (1986): "Ein Portfoliomodell zur Erklärung des Preisabschlages der Namensaktien, der Inhaberaktien und Partizipationsscheine", *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, mars.
- HORNER, M.R. (1988): "The Value of the Corporate Voting Right", *Journal of Banking and Finance* 12.
- MANNE, H. (1962): "The Higher Criticism of the Modern Corporation", *Columbia Law Review* 62.
- MANNE, H. (1964): "Some Theoretical Aspects of Share Voting", *Columbia Law Review* 64.
- MANNE, H. (1965): "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy* 73.
- LEASE, R.C., J.J. McCONNELL et W.H. MIKKELSON (1983): "The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations", *Journal of Financial Economics* 11.
- LEVY, H. (1983): "Economic Evaluation of Voting Power of Common Stock", *Journal of Finance* 38.
- RYDQVIST, K. (1987): "The Pricing of Shares with Different Voting Power and the Theory of Oceanic Games", *Stockholm School of Economics*.
- VAUTHEY, P., C. HERMANN et J. PASQUIER-DORTHE (1989): "Base de Données Financière pour le Marché Suisse des Actions", *Cahiers du séminaire d'économie d'entreprise et de gestion financière*, Université de Fribourg (Suisse), Mai, 17 pages.