

Droits de contrôle versus droits pécuniaires, crise financière et
vulnérabilité des banques européennes

Nadia Saghi-Zedek*
Amine Tarazi*

Cet article étudie l'impact d'une divergence entre droits de contrôle et droits pécuniaires des actionnaires ultimes sur le risque de défaut des banques européennes. Les résultats montrent que bien que cette divergence soit associée en temps normal à un risque de défaut plus élevé elle a, à contrario, contribué à la résilience des banques pendant la crise financière de 2007-2008. Une analyse plus approfondie montre qu'un tel effet est accentué lorsque la banque est contrôlée par un actionariat de type familial ou lorsque la banque est située dans un pays à faible protection des actionnaires.

EXCESS CONTROL RIGHTS, FINANCIAL CRISIS AND
VULNERABILITY OF EUROPEAN BANKS

This article empirically investigates the impact of shareholders' excess control rights (greater control than cash-flow rights) on the default risk of European commercial banks. While the presence of excess control rights is associated with higher default risk during normal times, conversely, it contributed to enhance banks' resilience during the 2007-2008 financial crisis. Further evidence shows that, regardless of the state of the economy, the effect of excess control rights on default risk is accentuated in family-controlled banks and in countries with weak shareholder protection rights.

Classification JEL: G21, G28

* Université de Limoges, LAPE, 5 rue Félix Eboué, 87031 Limoges Cedex, France.

Courriels: nadia.saghi-zedek@unilim.fr, amine.tarazi@unilim.fr

Le Comité de Bâle sur le Contrôle et la Supervision Bancaires [2010] a souligné dans son rapport «*Principles for enhancing corporate governance*» qu'une mauvaise gouvernance peut conduire à des faillites bancaires susceptibles, par contagion, d'avoir de fortes incidences macroéconomiques. Le comité a également insisté sur le rôle joué par les différentes formes et structures actionnariales dans la gouvernance des banques.

Les banques ont connu des performances désastreuses durant la crise financière de 2007-2008 et ce sans précédent depuis la grande dépression de 1929. Plusieurs banques ont fait faillite et d'autres ont nécessité une intervention des États soit pour les recapitaliser ou pour les nationaliser. Cependant, même si les conditions macroéconomiques ont affecté l'intégralité du système bancaire, certaines banques se sont révélées être beaucoup plus fragiles que d'autres. Un grand nombre de travaux récents ont tenté d'expliquer la plus ou moins forte résilience des banques face au choc de 2008 par des facteurs liés à leur structure de gouvernance.¹ L'objectif de notre travail est de contribuer à ce débat en étudiant les chaînes de contrôle des banques européennes et en nous interrogeant tout particulièrement sur le rôle joué par les actionnaires ultimes lorsque ceux-ci possèdent davantage de droits de contrôle que de droits pécuniaires.

Les travaux théoriques et empiriques font ressortir deux effets opposés de la présence d'actionnaires de contrôle sur le risque de défaut des banques. D'une part (hypothèse d'incitations), les actionnaires de contrôle ont la capacité et les incitations à contrôler les managers et par conséquent leur présence réduit les problèmes d'agence entre les managers et les actionnaires (Shleifer et Vishny [1986, 1997]). D'autre part (hypothèse d'enracinement), les actionnaires de contrôle peuvent s'enraciner pour extraire des bénéfices privés au

¹ Voir par exemple, Gropp et Köhler [2010], Fahlenbrach et Stulz [2011], Aebi, Sabato et Schmid [2012], Beltratti et Stulz [2012], Erkens, Hung et Matos [2012].

détriment des actionnaires minoritaires (Shleifer et Vishny [1997]). La tendance d'un actionnaire à poursuivre ses propres intérêts et à extraire des bénéfices privés du contrôle est souvent captée par la divergence entre ses droits de contrôle et ses droits pécuniaires (Lin, Ma, Malatesta et Xuan [2011]). Les études ont montré que, en temps normal, la divergence entre droits de contrôle et droits pécuniaires affecte négativement la rentabilité des banques (Azofra et Santamaría [2011]) sans que l'on ne sache jusqu'ici comment cette divergence affecte leur risque de défaut et ce tout particulièrement pendant une tempête financière.

D'un côté, on peut s'attendre à ce que les banques contrôlées par des actionnaires ayant davantage de droits de contrôle que de droits pécuniaires soient plus vulnérables pendant une période de crise. En effet, pour lisser leurs revenus, de tels actionnaires sont susceptibles d'extraire des bénéfices privés plus importants pendant une période de récession (Johnson, Boone, Breach et Friedman [2000], Mitton [2002], Baek, Kang et Suh Park [2004]). De tels actionnaires contrôlent en général à la fois des banques et des firmes au sein d'une même pyramide. Ils peuvent donc encourager ces banques à accorder des crédits à des conditions avantageuses aux autres firmes qu'ils contrôlent pour les soutenir en période de crise (La Porta, Lopez-De-Silanes et Zamarripa [2003]). Sous ces hypothèses, les banques contrôlées par de tels actionnaires devraient avoir connu un risque de défaut plus élevé pendant la crise de 2007-2008.

D'un autre côté, il est possible que, pendant une période de crise, de tels actionnaires soutiennent la banque afin d'éviter sa faillite en apportant des fonds privés ou même en transférant des fonds qu'ils détiennent dans d'autres firmes au sein de la pyramide (Friedman, Johnson et Mitton [2003]). En évitant des coûts de faillite tout en anticipant l'extraction de bénéfices privés plus importants dans l'avenir, la pyramide se préserve ainsi d'un coût de financement plus élevé de ses firmes auprès d'autres banques. Sous une telle approche, les banques ainsi contrôlées (actionnaire ultime avec davantage de droits de contrôle que de droits pécuniaires) devraient être plus résilientes pendant la crise de 2007-2008.

Pour étudier l'impact exercé par la divergence entre droits de contrôle et droits pécuniaires d'un actionnaire ultime sur le risque de défaut des banques nous reprenons les chaînes de contrôle construites dans Saghi-Zedek et Tarazi [2014] pour les banques commerciales situées dans 17 pays européens et mettons en exergue les implications en terme de risque de défaut. Cette base permet d'identifier l'actionnaire ultime de chaque banque et de calculer la divergence entre ses droits de contrôle et ses droits pécuniaires. Nous étudions ensuite l'effet de cette divergence sur le risque de défaut des banques en nous focalisant sur la crise de 2007-2008 mais aussi sur la période de convalescence (2009-2010) qui s'en est suivie et la période de stabilité financière qui lui a précédée (2002-2006). Les résultats montrent que la divergence entre droits de contrôle et droits pécuniaires d'un actionnaire ultime est associée à un risque de défaut plus élevé des banques pendant les périodes de stabilité (2002-2006) et de convalescence (2009-2010). En revanche, cette divergence contribue à la résilience des banques pendant la crise de 2007-2008. Une analyse plus approfondie montre également qu'un tel effet est plus accentué lorsque l'actionnaire ultime est une famille ou lorsque la banque est située dans un pays à faible protection des actionnaires.

Le reste de l'article est structuré comme suit: nous présentons tout d'abord l'échantillon et le modèle utilisés; ensuite nous exposons les résultats et enfin nous concluons.

ÉCHANTILLON ET MODÈLE

L'échantillon comprend 750 banques commerciales européennes dont 109 sont des banques cotées activement¹ sur la période 2002-2010. Nous avons extrait les données annuelles comptables de Bankscope et les données sur la structure

¹ La distribution des banques (cotées) sur les 17 pays européens est comme suit: Allemagne 88 (11), Autriche 33 (1), Belgique 22 (0), Danemark 46 (34), Espagne 42 (9), Finlande 4 (1), France 95 (7), Grèce 14 (9), Irlande 16 (3), Italie 119 (16), Luxembourg 59 (2), Norvège 6 (2), Pays Bas 21 (2), Portugal 14 (3), Royaume Uni 90 (3), Suède 12 (2), Suisse 69 (4).

actionnariale de Bankscope, Amadeus et des rapports annuels. Les données de marché sont extraites de Bloomberg sur la base d'une fréquence quotidienne.

Pour tester l'effet de la divergence entre droits de contrôle et droits pécuniaires d'un actionnaire ultime sur le risque de défaut des banques pendant les périodes de stabilité (2002-2006), de crise (2007-2008) et de convalescence (2009-2010), nous avons considéré le modèle suivant:

$$Y_{it} = (\alpha_1 + \alpha_2 D_{2007-2008} + \alpha_3 D_{2009-2010}) ExcessControl + \varphi' X + \alpha_0 + \omega' Country + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

où Y est la variable expliquée qui mesure le risque de défaut des banques; $D_{2007-2008}$ et $D_{2009-2010}$ sont deux variables indicatrices qui sont égales à l'unité si l'observation est de 2007-2008 ou de 2009-2010 respectivement, et zéro autrement; *ExcessControl* est la différence entre les droits de contrôle et les droits pécuniaires de l'actionnaire ultime le plus important; X est le vecteur de variables de contrôle qui sont susceptibles d'affecter le risque de défaut des banques;¹ Country est le vecteur des *dummies* pays (variables indicatrices); et ε est le terme d'erreur.²

Nous avons mesuré le risque de défaut des banques par des indicateurs basés sur des données comptables et sur des données de marché. D'abord, nous avons calculé le Z-Score (*ZScore*) comme défini dans Boyd et Graham [1986] et ses deux composantes, comme définies par Goyeau et Tarazi [1992], *ZIScore* (une mesure de performance ajustée au risque) et

¹ Plus précisément, ce vecteur comprend: la taille de la banque; les montants de capitaux propres, de dépôts et de crédits rapportés au total de l'actif; le résultat net généré par les activités de services et de commissions rapporté au résultat opérationnel; le coefficient d'exploitation; deux variables indicatrices indiquant respectivement si la banque est cotée ou si elle a été renflouée pendant la crise financière de 2007-2008; un vecteur de variables indicatrices indiquant le type de l'actionnaire ultime le plus important de la banque; et enfin le taux de croissance annuel du produit intérieur brut.

² Pour une définition détaillée de toutes les variables, leurs statistiques descriptives, et la corrélation entre les variables explicatives ainsi que la relation attendue avec le risque de défaut, voir Saghi-Zedek et Tarazi [2014].

Z2Score (une mesure du risque de levier):

$$ZScore = Z1Score + Z2Score = \frac{ROA}{SDROA} + \frac{Equity}{SDROA} \quad (2)$$

où ROA est la rentabilité des actifs définie comme le résultat net divisé par le total des actifs, $Equity$ est le ratio des fonds propres rapportés au total des actifs, et $SDROA$ est l'écart type mobile (sur 3 ans) de ROA .

Nous avons aussi calculé le Z-Score basé sur des données de marché ($MZScore$):

$$MZScore = \frac{100 + Return}{\sigma(Return)} \quad (3)$$

où $Return$ et $\sigma(Return)$ sont exprimés en pourcentage et désignent respectivement la moyenne et l'écart type sur une année calendaire des rentabilités journalières de l'action de la banque.¹

Enfin, nous avons mesuré le risque de défaut par la distance à la faillite de la banque (DD) calculée à partir des modèles de Black et Scholes [1973] et Merton [1977]. La valeur de marché des fonds propres qui a servi au calcul de la DD est définie comme le produit des prix journaliers de l'action de la banque et le nombre d'actions en circulation. La volatilité annuelle des fonds propres de la banque est définie comme l'écart type de la moyenne mobile annuelle des rentabilités journalières des actions multiplié par la racine carrée du nombre de jours de cotation dans l'année ($\sqrt{252}$). La valeur de la dette (définie comme la différence entre le total des actifs de la banque et ses fonds propres) est interpolée en utilisant une méthode cubique pour obtenir des observations journalières. La maturité de la dette est fixée à l'unité. Le taux sans risque est approximé par le taux interbancaire à trois mois.

Des valeurs faibles de toutes ces mesures indiquent un risque de

¹ Les rentabilités journalières sont définies comme le logarithme du rapport entre deux prix journaliers consécutifs ($Return = \ln\left(\frac{Prix_t}{Prix_{t-1}}\right)$).

défaut élevé.

RÉSULTATS EMPIRIQUES

Nous examinons tout d'abord l'effet de la divergence entre droits de contrôle et droits pécuniaires d'un actionnaire ultime sur le risque de défaut des banques pendant les périodes de stabilité, de crise et de convalescence. Nous examinons, ensuite, l'influence de certains facteurs sur la relation entre cette divergence et le risque de défaut des banques.

Effet de la divergence entre droits de contrôle et droits pécuniaires sur le risque défaut des banques

Nous avons estimé le modèle présenté à l'équation (1) avec la méthode des Moindres Carrés Généralisés.¹ Le tableau 1 présente les résultats d'estimation sur la période 2002-2010. Ils montrent que la divergence entre droits de contrôle et droits pécuniaires d'un actionnaire ultime augmente le risque de défaut des banques en temps normal (périodes de stabilité et de convalescence). Ces résultats sont conformes à l'hypothèse d'enracinement des actionnaires de contrôle (Azofra et Santamaría [2011]). À contrario, la divergence entre droits de contrôle et droits pécuniaires a contribué à l'amélioration de la résilience des banques pendant la crise financière de 2007-2008.²

¹ Cf. Saghi-Zedek et Tarazi [2014] pour plus de détails sur les tests que nous avons effectués pour le choix de la méthode d'estimation appropriée.

² Cf. Saghi-Zedek et Tarazi [2014] pour les différentes régressions que nous avons effectuées pour vérifier la robustesse de ces résultats.

Tableau 1. *Effet de la divergence entre droits de contrôle et droits pécuniaires d'un actionnaire ultime sur le risque de défaut des banques*¹

Variable dépendante	Échantillon des 750 banques (4261 observations)			Sous-échantillon des 109 banques cotées (805 observations)	
	ZSCORE	Z1SCORE	Z2SCORE	MZScore	DD
ExcessControl (α_1)	-0.417*** (0.000)	-0.017*** (0.001)	-0.399*** (0.000)	-0.491*** (0.004)	-0.026** (0.013)
$D_{2007-2008}$ × ExcessControl (α_2)	0.320*** (0.000)	0.030*** (0.000)	0.290*** (0.000)	0.726*** (0.001)	0.036*** (0.002)
$D_{2009-2010}$ × ExcessControl (α_3)	0.079 (0.304)	0.004 (0.549)	0.075 (0.306)	0.269 (0.183)	0.007 (0.584)
Variables de contrôle	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Indicatrices pays	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
R ²	0.115	0.203	0.112	0.351	0.374
Tests de Wald:					
$\alpha_1 + \alpha_2$	-0.097	0.013*	-0.109	0.235	0.011
$\alpha_1 + \alpha_3$	-0.338**	-0.013**	-0.324***	-0.223**	-0.019*

ZScore est une mesure de risque de défaut calculée sur la base des données comptables; *Z1Score* et *Z2Score* sont respectivement des mesures de performance ajustée au risque et du risque de levier; *MZScore* est le Z-Score calculé sur la base des données de marché; *DD* est la distance à la faillite de la banque; *ExcessControl* est la différence entre droits de contrôle et droits pécuniaires; $D_{2007-2008}$ et $D_{2009-2010}$ sont deux variables indicatrices qui sont égales à l'unité si l'observation est de 2007-2008 ou de 2009-2010 respectivement, et zéro autrement. Les niveaux de risque de première espèce apparaissent entre parenthèses. Les astérisques ***, ** et * indiquent des niveaux de risque de première espèce de 10%, 5% et 1% respectivement.

Le cas particulier des banques contrôlées par un actionnariat familial et des pays à faible protection des actionnaires

Les études antérieures montrent que l'enracinement de l'actionnariat de contrôle s'accroît lorsqu'il est de type familial (Villalonga et Amit [2006]) ou lorsqu'il contrôle une banque située dans un pays à faible protection des actionnaires minoritaires (Dyck et Zingales [2004]). Nous examinons alors

¹ Nous avons présenté uniquement les résultats obtenus sur les variables d'intérêt. Pour le détail des résultats obtenus sur les variables de contrôle, Cf. Saggi-Zedek et Tarazi [2014].

l'impact de ces deux facteurs (le type de l'actionnaire et le niveau de protection des droits des actionnaires) sur la relation entre la divergence entre droits de contrôle et droits pécuniaires et le risque de défaut des banques. Par souci de simplicité, nous menons ici nos régressions sur chaque période séparément et estimons le modèle suivant, où *Factor* désigne l'un des deux facteurs qui sont susceptibles d'affecter la relation entre la divergence entre droits de contrôle et droits pécuniaires et le risque de défaut des banques:¹

$$Y_{it} = (\alpha_1 + \alpha_2 \text{Factor}) \text{ExcessControl}_{it} + \varphi' X + \alpha_0 + \omega' \text{Country} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Conformément à nos attentes, les résultats (Annexe 1) montrent que l'effet de la divergence entre droits de contrôle et droits pécuniaires sur le risque de défaut est accentué lorsque l'actionnaire ultime est une famille ou lorsque la banque est située dans un pays à faible protection des actionnaires et ce quelle que soit la période considérée.² Ceci est le cas par exemple de la plupart des banques allemandes, autrichiennes, italiennes, néerlandaises, et des banques suisses.

¹ Plus précisément, *Factor* est une variable indicatrice qui désigne le type de l'actionnaire ultime ou le niveau de protection des actionnaires minoritaires. Pour tester l'effet du type de l'actionnaire ultime, nous avons défini une variable indicatrice *Family* qui est égale à l'unité si la banque est contrôlée par une personne (un individu, une famille, ou un manager), et zéro autrement. Pour représenter le niveau de protection des actionnaires, nous avons défini une variable indicatrice *ShareRight* qui est égale à l'unité si l'indice de protection des actionnaires, tel que défini dans Djankov et al. [2008], est inférieur à la valeur médiane (qui est égale à trois dans notre échantillon), et zéro autrement.

² En raison d'un nombre limité de banques cotées et d'une hétérogénéité insuffisante (due par exemple au fait que les banques cotées soient principalement situées dans des pays à forte protection des actionnaires), nous avons effectué nos régressions uniquement sur l'échantillon global comprenant les 750 banques.

CONCLUSION

L'objectif de cet article est d'étudier l'effet de la divergence entre les droits de contrôle et les droits pécuniaires d'un actionnaire ultime sur le risque de défaut des banques en temps normal et en période de crise. À cet effet, nous avons analysé la structure actionnariale de 750 banques commerciales établies dans 17 pays européens. Globalement, les résultats montrent que bien que la divergence entre droits de contrôle et droits pécuniaires d'un actionnaire ultime soit associée à un risque de défaut plus élevé des banques pendant les périodes de stabilité et de convalescence, une telle divergence a au contraire contribué à une meilleure résilience pendant la crise financière de 2007-2008. Une analyse plus poussée de cette relation montre que quelle que soit la période considérée, l'effet de la divergence entre droits de contrôle et droits pécuniaires sur le risque de défaut est plus accentué lorsque l'actionnariat ultime est de type familial ou lorsque la banque est située dans un pays à faible protection des actionnaires. Ce travail montre ainsi que les régulateurs et les superviseurs gagneraient à mieux prendre en compte les comportements d'actionnaires au sein de structures pyramidales. De plus, la protection des actionnaires devrait être davantage encouragée afin d'atténuer la tendance des actionnaires de contrôle à exproprier les actionnaires minoritaires.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

AEBI V., SABATO G., SCHMID M. [2012], «Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis», *Journal of Banking and Finance*, 36(12), p. 3213–3226.

- AZOFRA V., SANTAMARÍA M. [2011], «Ownership, control, and pyramids in Spanish commercial banks», *Journal of Banking and Finance*, 35(6), p. 1464–1476.
- BAEK J.-S., KANG J.-K., SUH PARK K. [2004], «Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis», *Journal of Financial Economics*, 71(2), p. 265–313.
- Bank of International Settlements [2010], «Principles for enhancing bank corporate governance», *Consultative Document*.
- BELTRATTI A., STULZ R. M. [2012], «The credit crisis around the Globe: Why did some banks perform better?», *Journal of Financial Economics*, 105(1), p. 1–17.
- BLACK F., SCHOLES M.S. [1973], «The pricing of options and corporate liabilities», *Journal of Political Economy*, 81, p. 637–654.
- BOYD J. H., GRAHAM S. L. [1986], «Risk, regulation, and bank holding company expansion into nonbanking», *Quarterly Review*, 10(2), p. 2–17.
- DJANKOV S., LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. [2008], «The law and economics of self-dealing», *Journal of Financial Economics*, 88(3), p. 430–465.
- Dyck A., Zingales L. [2004], «Private benefits of control: An international comparison», *Journal of Finance*, 59(2), p. 537–600.
- ERKENS D., HUNG M., MATOS P. [2012], «Corporate governance in the 2007-2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide», *Journal of Corporate Finance*, 18, p. 389–411.
- FAHLENBRACH R., STULZ R. M. [2011], «Bank CEO incentives and the credit crisis», *Journal of Financial Economics*, 99(1), p. 11–26.
- FRIEDMAN E., JOHNSON S., MITTON T. [2003], «Propping and tunneling», *Journal of Comparative Economics*, 31(4), p. 732–750.
- GOYEAU D., TARAZI A. [1992], «Évaluation du risque de défaillance bancaire en Europe», *Revue d'Économie Politique*, 102, p. 249–280.
- GROPP R., KÖHLER M. [2010], «Bank owners or bank managers: Who is keen on risk? Evidence from the financial crisis», *Working Paper* n° 10-013.

- JOHNSON S., BOONE P., BREACH A., FRIEDMAN E. [2000], «Corporate governance in the Asian financial crisis», *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), p. 141–186.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., ZAMARRIPA G. [2003], «Related lending», *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), p. 231–268.
- LIN C., MA Y., MALATESTA P. H., XUAN Y. [2011], «Ownership structure and the cost of corporate borrowing», *Journal of Financial Economics*, 102(2), p. 416–431.
- MERTON R.C. [1977], «On the pricing of contingent claims and the Modigliani-Miller theorem», *Journal of Financial Economics*, 5, p. 241–249.
- MITTON T. [2002], «A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis», *Journal of Financial Economics*, 64(2), p. 215–241.
- SHLEIFER A., VISHNY R. W. [1986], «Large shareholders and corporate control», *Journal of Political Economy*, 94(3), p. 461–488.
- SHLEIFER A., VISHNY R. W. [1997], «A survey of corporate governance», *Journal of Finance*, 52(2), p. 737–783.
- SAGHI-ZEDEK N., TARAZI A. [2014], «Excess control rights, financial crisis and bank profitability and risk», *Journal of Banking and Finance*, à paraître.
- VILLALONGA B., AMIT R. [2006], «How do family ownership, control and management affect firm value?», *Journal of Financial Economics*, 80, p. 385–417.

Tableau 2. Facteurs influençant la relation entre la divergence entre droits de contrôle et droits pécuniaires et le risque de défaut des banques

Variable dépendante	Période de stabilité 2002-2006 (657 banques correspondant à 2224 observations)			Période de crise 2007-2008 (600 banques correspondant à 1083 observations)			Période de convalescence 2009-2010 (547 banques correspondant à 954 observations)		
	ZSCORE	Z1SCORE	Z2SCORE	ZSCORE	Z1SCORE	Z2SCORE	ZSCORE	Z1SCORE	Z2SCORE
Type de l'actionnaire ultime									
ExcessControl (α_1)	-0.408*** (0.000)	-0.008* (0.052)	-0.398*** (0.000)	-0.234** (0.031)	0.005 (0.543)	-0.241** (0.022)	-0.341*** (0.001)	-0.011* (0.068)	-0.331*** (0.001)
Family \times ExcessControl (α_2)	-0.172* (0.082)	-0.015* (0.075)	-0.159* (0.097)	0.348* (0.063)	0.043** (0.036)	0.303* (0.095)	-0.100* (0.097)	-0.003* (0.072)	-0.102* (0.088)
Variables de contrôle et indicatrices pays	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
R ²	0.108	0.195	0.107	0.126	0.234	0.122	0.153	0.215	0.150
Test de Wald: $\alpha_1 + \alpha_2$	-0.579***	-0.023***	-0.557***	0.114	0.048**	0.063	-0.442***	-0.014*	-0.429***
Niveau de protection des actionnaires									
ExcessControl (α_1)	-0.267** (0.027)	-0.004* (0.086)	-0.265** (0.015)	-0.164** (0.038)	0.008 (0.421)	-0.162** (0.026)	-0.200** (0.036)	-0.003 (0.724)	-0.207** (0.031)
ShareRight \times ExcessControl (α_2)	-0.326*** (0.006)	-0.014* (0.088)	-0.309*** (0.006)	0.088* (0.078)	0.007* (0.060)	0.079* (0.080)	-0.292*** (0.000)	-0.009** (0.034)	-0.284*** (0.000)
Variables de contrôle et indicatrices pays	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
R ²	0.112	0.194	0.111	0.124	0.229	0.121	0.158	0.217	0.156
Test de Wald: $\alpha_1 + \alpha_2$	-0.593***	-0.018***	-0.574***	-0.076	0.015*	-0.083	-0.492***	-0.012**	-0.486***

Ce tableau présente les résultats d'estimation avec la méthode des Moindres Carrés Généralisés de l'effet de la divergence entre droits de contrôle et droits pécuniaires d'un actionnaire ultime sur le risque de défaut des banques européennes sur les périodes 2002-2006, 2007-2008 et 2009-2010. *ZScore* est une mesure de risque de défaut calculée sur la base des données comptables; *Z1Score* et *Z2Score* sont respectivement des mesures de performance ajustée au risque et du risque de levier; *ExcessControl* est la différence entre les droits de contrôle et les droits pécuniaires; *D₂₀₀₇₋₂₀₀₈* et *D₂₀₀₉₋₂₀₁₀* sont deux variables indicatrices qui sont égales à l'unité si l'observation est de 2007-2008 ou de 2009-2010 respectivement, et zéro autrement; *Family* est une variable indicatrice qui prend l'unité si l'actionnaire ultime le plus important est un individu, une famille ou un manager; et zéro autrement; *ShareRight* est une variable indicatrice qui prend l'unité si l'indice de protection des actionnaires tel que défini dans Djankov et al. [2008] est inférieur à la médiane, et zéro autrement. Les niveaux de risque de première espèce apparaissent entre parenthèses. Les astérisques ***, ** et * indiquent des niveaux de risque de première espèce de 10%, 5% et 1% respectivement.