

Les déterminants d'une « Bonne Gouvernance » et la performance des entreprises Françaises : Etudes empiriques

Thèse en co-tutelle pour l'obtention du grade de Docteur en Sciences de Gestion

Présentée et soutenue publiquement le 13 Avril 2011 à l'Université Jean Moulin Lyon 3 par :

Amir LOUIZI

JURY

- Directeur de thèse : **Monsieur Fabrice ROTH**
Professeur des Universités
Université Jean Moulin Lyon 3
- Co-directeur de thèse : **Monsieur Fathi ABID**
Professeur des Universités
Université de Sfax, Tunisie
- Rapporteurs : **Monsieur Alain FINET**
Maître de Conférences HDR
Université de Mons-Hainaut, Belgique
- Monsieur Abdelwahed OMRI**
Professeur des Universités,
Université de Tunis, Tunisie
- Suffragants : **Monsieur Gérard HIRIGOYEN**
Professeur des Universités
Université Montesquieu Bordeaux IV
- Monsieur Abdelfattah TRIKI**
Professeur des Universités
Université de Tunis, Tunisie

L'université n'entend donner ni approbation ni improbation aux opinions émises dans la thèse, celles-ci devant être considérées comme propres à leur auteur.

À TOUS CEUX QUI PENSENT À MOI ET QUI PENSENT AUX AUTRES

« La découverte commence avec la conscience d'une anomalie, c'est-à-dire l'impression que la nature, d'une manière ou autre, contredit les résultats attendus dans le cadre du paradigme qui gouverne la science normale ».

Thomas S. KUHN

Remerciements

J'aimerais exprimer toute ma gratitude envers toutes les personnes qui ont contribué à la réalisation de ce travail de recherche.

Je tiens à remercier tout d'abord mon premier directeur de thèse, le professeur Fabrice Roth pour le suivi, l'encadrement et le soutien qu'il m'a apporté tout au long de l'élaboration de la thèse. Il m'a par ailleurs encouragé à exercer les fonctions de vacataire à l'IAE de Lyon et a soutenu ma candidature pour un poste d'assistant pédagogique et de recherche à l'EM de Lyon et pour un poste de professeur permanent à l'école supérieure de commerce IDRAC de Paris depuis septembre 2008. J'ai pu ainsi concilier un travail de recherche et des fonctions d'enseignant particulièrement enrichissantes au contact des étudiants.

Je tiens à remercier également mon deuxième directeur de thèse, le professeur Fathi Abid de l'Université de Sfax, pour ses précieux conseils et sa disponibilité dans la codirection de ce travail de recherche. Sans ses nombreux conseils et ses multiples recommandations, ce travail de recherche n'aurait pu aboutir.

Je suis honoré par la présence à mon jury de thèse des professeurs Gérard Hirigoyen, Abdellatif Triki, Alain Finet et Abdelwahed Omri. Je les remercie, et notamment les professeurs Finet et Omri, d'avoir accepté d'évaluer mon travail de recherche.

Je suis reconnaissant à mon oncle Noureddine pour m'avoir guidé dans mes premiers pas dans le domaine de la recherche. Son soutien moral et matériel m'a été d'un grand secours dans les moments de doute.

Je transmets toute ma reconnaissance aux membres de l'équipe pédagogique et administrative de l'IDRAC Paris pour leur aide et encouragements depuis trois ans en tant que professeur

Remerciements

permanent de gestion. Je pense à mon cher collègue Sacha Sicard professeur permanent de marketing, avec qui j'ai partagé un bureau dans un climat de convivialité. Je tiens particulièrement à remercier Olivier Grouselle, directeur adjoint de l'IDRAC Paris, pour la relecture de la thèse qu'il m'a effectuée. Je remercie également mon collègue François Pouletty qui a eu sa part de relecture.

Je souhaite également adresser des remerciements à M. Alain Roger et à M. Bruno Versaevel, respectivement directeur du centre de recherche Magellan (IAE de Lyon) et directeur de l'unité de pédagogie et de recherche « Economie, Finance et Gestion » à l'EM de Lyon. Ils m'ont notamment offert la possibilité de participer à des colloques à l'étranger. Ces participations ont constitué des opportunités de rencontres avec la communauté scientifique internationale. Cette expérience fut riche d'enseignements sur un plan scientifique mais également humain.

Je tiens à saluer mes camarades doctorants anciens et présents pour les formidables moments passés ensemble. Je remercie bien évidemment les membres du Centre de Recherche Magellan de l'IAE de Lyon ainsi que les membres de l'UPR « EFG » de l'EM Lyon, pour m'avoir fait part de leurs expériences et pour leurs encouragements. Merci aussi à tous mes amis, qui par leur patience et leur bonne humeur ont rendu ces années plus légères.

J'adresse un grand merci à ma mère Mounira et à mon père Mohamed, leur soutien n'a jamais fait défaut. Je leur dédie ce travail. Je pense aussi à ma belle sœur Fadoua, mon frère Abdallah, ma nièce Zineb et mon neveu Nizar avec qui j'ai partagé la joie de vivre en famille. Enfin, je dédie spécialement ce travail à la mémoire de mon frère Nizar. Son départ, nous a laissé triste et perplexe. Que dieu le préserve en son éden...

Table des matières

TABLE DES MATIERES

LISTE DES TABLEAUX

TABLE DES FIGURES

INTRODUCTION GENERALE 1

PARTIE 1: CADRE THEORIQUE ET ENVIRONNEMENT LEGAL : LA QUALITE DU SYSTEME DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE ET LA PERFORMANCE DE LA FIRME 13

CHAPITRE 1 : LE SYSTEME DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE..... 16

| | | |
|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 1. | LA NOTION DE LA GOUVERNANCE | 17 |
| 1.1. | Définitions de la gouvernance | 18 |
| 1.2. | Les apports théoriques..... | 20 |
| 1.2.1. | La théorie d'agence | 21 |
| 1.2.1.1. | Les sources du conflit..... | 22 |
| 1.2.1.2. | Les conséquences du conflit..... | 23 |
| 1.2.2. | La théorie des coûts de transaction | 26 |
| 1.2.3. | La théorie des droits de propriété | 29 |
| 1.2.4. | Les théories alternatives | 31 |
| 1.2.4.1. | La valeur partenariale : prolongement naturel de la théorie de l'agence . | 32 |
| 1.2.4.2. | La théorie de l'intendance : l'avènement du dirigeant humaniste..... | 33 |
| 1.2.4.3. | Un changement de paradigme radical : les théories cognitives | 36 |
| 1.2.4.4. | L'interprétation des différentes théories à la lumière de l'approche des jeux..... | 39 |
| 1.2.5. | Synthèse des différentes grilles théoriques de la gouvernance | 41 |
| 2. | LES ORIGINES DE LA GOUVERNANCE | 42 |
| 3. | LES DIFFERENTS SYSTEMES DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE | 45 |
| 3.1. | Systèmes orientés banques et systèmes orientés marchés..... | 45 |
| 3.2. | Les conséquences sur le système d'allocation du capital et sur la performance | 47 |
| 3.3. | L'opposition systèmes externes-marchés contre systèmes internes-comités | 48 |
| 3.4. | Systèmes orientés-marchés contre systèmes orientés-réseaux | 50 |
| 4. | LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE EN FRANCE | 54 |
| 4.1. | Développement du système de gouvernement d'entreprise | 55 |
| 4.2. | Les mécanismes de gouvernance | 56 |
| 5. | CONCLUSION DU CHAPITRE | 65 |

CHAPITRE 2 : LE CADRE INSTITUTIONNEL DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE 66

| | | |
|----------|------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 1. | Les codes de bonne conduite en matière de gouvernance..... | 67 |
| 1.1. | Le rapport de Viénot 1995 | 67 |
| 1.2. | Le rapport de Viénot 1999 | 72 |
| 1.3. | Le rapport Viénot II énonce un certain nombre de recommandations | 74 |
| 1.4. | Rapport Bouton 2002 | 79 |
| 1.5. | Les principes de l'OCDE 2004 | 81 |
| 1.5.1. | Les droits des actionnaires et la transparence de l'information | 82 |
| 1.5.2. | Le fonctionnement du conseil d'administration..... | 83 |
| 1.5.2.1. | Le rôle du conseil d'administration..... | 84 |
| 1.5.2.2. | La structure du conseil | 85 |
| 1.5.2.3. | La dualité..... | 86 |
| 1.5.3. | La rémunération des dirigeants | 86 |
| 1.5.3.1. | La part fixe | 87 |
| 1.5.3.2. | La part variable..... | 87 |
| 1.5.3.3. | Les stocks options | 88 |
| 1.5.3.4. | Primes ou bonus | 89 |
| 1.5.3.5. | Les jetons de présence..... | 90 |
| 1.5.3.6. | Les avantages en nature..... | 90 |
| 1.5.4. | La structure de propriété | 91 |
| 1.5.5. | Les comités..... | 92 |
| 1.5.5.1. | Le comité d'audit | 92 |
| 1.5.5.2. | Le comité des nominations..... | 93 |
| 1.5.5.3. | Le comité des rémunérations..... | 94 |
| 2. | Les lois de la bonne gouvernance | 96 |
| 2.1. | La loi N.R.E 2001 | 96 |
| 2.2. | La loi sur la sécurité financière | 97 |
| 3. | CONCLUSION DU CHAPITRE | 98 |

CHAPITRE 3 : LES METHODOLOGIES DE NOTATION EN MATIERE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE 99

| | | |
|------|-------------------------------------------------------------------------|------------|
| 1. | LES AGENCES DE NOTATION VISION DES CREANCIERS..... | 100 |
| 1.1. | Les critères de rating de Standard & Poor's (S&P) | 100 |
| 1.2. | Les critères de rating de Moody's | 103 |
| 1.3. | Les critères de rating de Fitch | 107 |
| 2. | LES AGENCES DE RATING VISION DES ACTIONNAIRES | 108 |
| 2.1. | Les critères de rating d'Institutional Shareholder Services (ISS) | 108 |
| 2.2. | Les critères de rating de GovernanceMetrics International (GMI) | 110 |
| 3. | CONCLUSION DU CHAPITRE | 111 |

| | |
|----------------------------------------------------------------------------|------------|
| CHAPITRE 4 : GOUVERNANCE - PERFORMANCE..... | 112 |
| 1. LA MAXIMISATION DE VALEUR..... | 113 |
| 2. GOUVERNANCE – PERFORMANCE | 116 |
| 2.1. Le fonctionnement du conseil d’administration..... | 119 |
| 2.1.1. Rôles et fonctions du conseil d’administration | 119 |
| 2.1.2. La taille du conseil et la performance | 122 |
| 2.1.3. La composition du conseil et la performance..... | 126 |
| 2.1.4. La dualité..... | 127 |
| 2.1.5. Les réunions du conseil | 128 |
| 2.1.6. Les comités du conseil d’administration | 129 |
| 2.2. La structure de propriété | 134 |
| 2.2.1. La propriété du dirigeant et la performance | 134 |
| 2.2.2. La concentration de l’actionnariat et la performance..... | 136 |
| 2.2.3. Les investisseurs institutionnels et la performance | 140 |
| 2.2.4. Les actionnaires internes et la performance | 143 |
| 2.2.5. L’actionnariat salarié et la performance | 144 |
| 2.3. La rémunération et performance | 145 |
| 2.4. Les caractéristiques du dirigeant | 150 |
| 3. LES SCORES DE GOUVERNANCE | 154 |
| 4. EFFET DE CAUSALITE ENTRE GOUVERNANCE ET PERFORMANCE | 163 |
| 5. CONCLUSION DU CHAPITRE | 170 |
| | |
| CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE | 172 |
| | |
| PARTIE 2 : ETUDES EMPIRIQUES..... | 174 |
| | |
| INTRODUCTION DE LA PARTIE 2..... | 175 |
| | |
| CHAPITRE 5 : METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE | 178 |
| 1. DESIGN DE LA RECHERCHE ET POSITIONNEMENT EPISTEMOLOGIQUE | 179 |
| 1.1. Le choix méthodologique..... | 182 |
| 1.2. Echantillon et base de données..... | 184 |
| 2. SYNTHESE ET DESCRIPTION DES VARIABLES..... | 187 |
| 2.1. Variables de performance..... | 187 |
| 2.2. Variables de la gouvernance | 189 |
| 2.3. Les variables de contrôle..... | 194 |
| | |
| CHAPITRE 6 : ANALYSE COMPARATIVE DES METHODOLOGIES DE NOTATION..... | 197 |
| 1. LA METHODE D’ANALYSE | 198 |
| 1.1. Les conditions de réalisation d’une analyse factorielle..... | 198 |
| 1.2. La fidélité des échelles de mesure..... | 199 |
| 2. LES RESULTATS | 200 |
| 3. CONCLUSION DU CHAPITRE | 204 |

| | |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| CHAPITRE 7 : L’EVALUATION DU SYSTEME DE GOUVERNANCE | 206 |
| 1. METHODE DE CALCUL DES SCORES DE GOUVERNANCE : LA METHODE D’ENVELOPPEMENT DES DONNEES (DEA) | 208 |
| 1.1. Concept de frontière d’efficience | 210 |
| 1.1.1. Définition de l’inefficience technique | 211 |
| 1.1.2. Définition de l’inefficience allocative | 211 |
| 1.2. Frontière non-paramétrique | 213 |
| 1.3. Frontière paramétrique | 214 |
| 1.3.1. Modèle à effets individuels fixes | 215 |
| 1.3.2. Modèle à effets aléatoires | 216 |
| 2. LE LIEN ENTRE LES CARACTERISTIQUES DE LA FIRME ET LE SCORE DE GOUVERNANCE | 224 |
| 3. LE LIEN ENTRE LE SCORE DE GOUVERNANCE ET LES COUTS D’AGENCE..... | 230 |
| 4. L’IMPORTANCE DU SECTEUR D’ACTIVITE DANS LA DETERMINATION DU SCORE DE GOUVERNANCE | 233 |
| 5. CONCLUSION DU CHAPITRE | 239 |
| | |
| CHAPITRE 8 : GOUVERNANCE ET PERFORMANCE : VALIDATIONS EMPIRIQUES ET EFFET DE CAUSALITE..... | 241 |
| | |
| 1. COMPARAISON DES PRATIQUES DE GOUVERNANCE EN FONCTION DE LA PERFORMANCE..... | 241 |
| 1.1. Le fonctionnement du conseil d’administration..... | 241 |
| 1.2. La structure de propriété | 244 |
| 1.3. Les caractéristiques du dirigeant | 245 |
| 1.4. Les vrais déterminants de la performance..... | 246 |
| 2. L’IMPACT DE LA GOUVERNANCE SUR LA PERFORMANCE..... | 248 |
| 2.1. Le fonctionnement du conseil d’administration..... | 249 |
| 2.2. La structure de propriété | 251 |
| 2.3. Les caractéristiques du dirigeant | 252 |
| 3. RELATION GOUVERNANCE –PERFORMANCE: EFFET DE CAUSALITE..... | 254 |
| 3.1. L’analyse factorielle non linéaire | 255 |
| 3.2. Résultats de MCO | 265 |
| 3.3. Validations empiriques de l’effet de causalité | 269 |
| 4. CONCLUSION DU CHAPITRE | 278 |
| | |
| CONCLUSION GENERALE | 280 |
| | |
| BIBLIOGRAPHIE | 294 |
| | |
| ANNEXES..... | 315 |

Liste des tableaux

| | |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| TABLEAU 1 : CRITERES DE COMPARAISON DES SYSTEMES DE GOUVERNANCE..... | 53 |
| TABLEAU 2 : LES FAMILLES DE CRITERES DE S&P | 103 |
| TABLEAU 3 : LES FAMILLES DE CRITERES DE MOODY’S | 106 |
| TABLEAU 4 : LES FAMILLES DE CRITERES DE FITCH | 108 |
| TABLEAU 5 : LES FAMILLES DE CRITERES D’ISS..... | 109 |
| TABLEAU 6 : LES FAMILLES DE CRITERES DE GMI | 111 |
| TABLEAU 7 : SYNTHESE DES PRINCIPALES RECHERCHES EMPIRIQUES SUR LE LIEN GOUVERNANCE – PERFORMANCE..... | 168 |
| TABLEAU 8 : SYNTHESE DES ETUDES EMPIRIQUES SUR LE LIEN GOUVERNANCE – PERFORMANCE | 169 |
| TABLEAU 9 : DETERMINATION DE L’ECHANTILLON..... | 186 |
| TABLEAU 10 : REPARTITION DE L’ECHANTILLON PAR SECTEURS D’ACTIVITE..... | 186 |
| TABLEAU 11 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES VARIABLES DE LA PERFORMANCE | 188 |
| TABLEAU 12 : LES VARIABLES DE GOUVERNANCE | 191 |
| TABLEAU 13 : LES STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES VARIABLES RELATIVES AU FONCTIONNEMENT DU CONSEIL D’ADMINISTRATION | 192 |
| TABLEAU 14 : LES STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES VARIABLES RELATIVES A LA STRUCTURE DE PROPRIETE | 193 |
| TABLEAU 15 : LES STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES VARIABLES RELATIVES AUX CARACTERISTIQUES DU DIRIGEANT..... | 194 |
| TABLEAU 16 : LES STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES VARIABLES DE CONTROLE | 195 |
| TABLEAU 17 : LES CONTRIBUTIONS DES CRITERES AUX AXES FACTORIELS | 204 |
| TABLEAU 18 : LES PARAMETRES DE LA METHODE DEA..... | 220 |
| TABLEAU 19 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES..... | 221 |
| TABLEAU 20 : MATRICE DE CORRELATION ENTRE LE SCORE DE GOUVERNANCE ET LES VARIABLES RELATIVES AUX CARACTERISTIQUES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION | 222 |
| TABLEAU 21 : MATRICE DE CORRELATION ENTRE LE SCORE DE GOUVERNANCE ET LES VARIABLES RELATIVES A LA STRUCTURE DE PROPRIETE | 222 |

| | |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| TABLEAU 22 : MATRICE DE CORRELATION ENTRE LE SCORE DE GOUVERNANCE ET LES VARIABLES RELATIVES AU FONCTIONNEMENT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION | 223 |
| TABLEAU 23 : COMPARAISON DES MOYENNES DES VARIABLES RELATIVES AUX CARACTERISTIQUES FINANCIERES DES FIRMES..... | 225 |
| TABLEAU 24 : COMPARAISON DES MOYENNES DES VARIABLES RELATIVES AU FONCTIONNEMENT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION | 226 |
| TABLEAU 25 : COMPARAISON DES MOYENNES DES VARIABLES RELATIVES A LA STRUCTURE DE PROPRIETE..... | 228 |
| TABLEAU 26 : COMPARAISON DES MOYENNES DES VARIABLES RELATIVES AUX CARACTERISTIQUES DU DIRIGEANT..... | 229 |
| TABLEAU 27 : ESTIMATION DE LA REGRESSION QUI LIE L'EFFICIENCE DE LA GOUVERNANCE ET LES COUTS D'AGENCE..... | 232 |
| TABLEAU 28 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES DE LA GOUVERNANCE PAR SECTEUR D'ACTIVITE | 234 |
| TABLEAU 29 : COMPARAISON DES SCORES DE GOUVERNANCE SELON LE SECTEUR D'ACTIVITE | 236 |
| TABLEAU 30 : LA REGRESSION QUI LIE LES SCORES DE GOUVERNANCE MOYENS PAR SECTEUR ET LES CARACTERISTIQUES SECTORIELLES | 238 |
| TABLEAU 31 : COMPARAISON DES PRATIQUES DE GOUVERNANCE RELATIVES AU FONCTIONNEMENT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION | 242 |
| TABLEAU 32 : COMPARAISON DE LA STRUCTURE DE PROPRIETE ENTRE LES ENTREPRISES PERFORMANTES ET LES ENTREPRISES NON PERFORMANTES | 245 |
| TABLEAU 33 : COMPARAISON DES CARACTERISTIQUES DU DIRIGEANT ENTRE LES ENTREPRISES PERFORMANTES ET LES ENTREPRISES NON PERFORMANTES | 246 |
| TABLEAU 34 : COMPARAISON ENTRE LES ENTREPRISES PERFORMANTES ET LES ENTREPRISES NON PERFORMANTES AU NIVEAU DES CARACTERISTIQUES DE LA FIRME..... | 247 |
| TABLEAU 35 : RESULTATS DE LA REGRESSION PAR LES MCO RELATIVE AU FONCTIONNEMENT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION | 249 |
| TABLEAU 36 : RESULTATS DE LA REGRESSION PAR LES MCO RELATIVE A LA STRUCTURE DE PROPRIETE | 251 |
| TABLEAU 37 : RESULTATS DE LA REGRESSION PAR LES MCO RELATIVE AUX CARACTERISTIQUES DU DIRIGEANT | 252 |
| TABLEAU 38 : CORRELATIONS ENTRE LES VARIABLES DE GOUVERNANCE ET LES AXES | 258 |
| TABLEAU 39 : RESULTATS DES REGRESSIONS PAR LES MCO | 265 |
| TABLEAU 40 : RESULTATS DES REGRESSIONS DU MODELE A EQUATIONS SIMULTANEEES | 273 |

Table des figures

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| FIGURE 1 : LES ETAPES DU PROCESSUS DE RECHERCHE | 12 |
| FIGURE 2 : L'EVOLUTION DU CONCEPT DE GOUVERNANCE ELARGIE, D'APRES CHATELIN ET TREBUCK (2003) | 20 |
| FIGURE 3 : MECANISMES DE GOUVERNANCE EFFICACES – GRILLE DE WILLIAMSON (1988), PAGE 106..... | 28 |
| FIGURE 4 : GRILLE COMPARATIVE DES THEORIES DE LA FIRME – ADAPTATION A PARTIR DE WILLIAMSON (1988). | 31 |
| FIGURE 5 : L'EVOLUTION DU CONCEPT DE GOUVERNANCE ELARGIE, D'APRES CHATELIN ET TREBUCK (2003), PAGE 22. | 32 |
| FIGURE 6 : COMPARATIF SYNTHETIQUE ENTRE LES THEORIES DE L'AGENCE ET DE L'INTENDANCE – ADAPTATION DE DAVIS, SCHOORMAN ET DONALDSON (1997). | 34 |
| FIGURE 7 : LA REPRESENTATION COGNITIVE DU SYSTEME DE GOUVERNANCE SELON CHARREAUX (2008). | 39 |
| FIGURE 8 : SYNTHESE DES DIFFERENTES GRILLES THEORIQUES DE LA GOUVERNANCE SELON CHARREAUX (2002). | 41 |
| FIGURE 9 : COMPARAISON DES MODELES DE GOUVERNANCE D'OBEDIENCE ANGLO-SAXONNE ET D'EUROPE CONTINENTALE – VAN HULLE (1997) IN OOGHE ET DE VUYST (2001). | 52 |
| FIGURE 10 : LES CODES DE BONNE CONDUITE | 67 |
| FIGURE 11 : MODELE DE RECHERCHE..... | 196 |
| FIGURE 12 : CARTE DES AGENCES ET DE CRITERES | 203 |
| FIGURE 13 : INEFFICIENCE ALLOCATIVE..... | 212 |
| FIGURE 14 : PRINCIPE DE LA METHODE DEA | 217 |
| FIGURE 15 : COMPARAISON DE LA DEA ET DE LA REGRESSION..... | 218 |

Introduction générale

« La gouvernance d'entreprise concerne : les manières par lesquelles les bailleurs des fonds des entreprises assurent un retour sur leur investissement. Comment les bailleurs des fonds des entreprises conduisent les dirigeants sociaux à leur transférer une partie du profit réalisé ? Comment les bailleurs des fonds s'assurent que les managers ne détournent pas une partie du capital qu'ils ont investi ? Comment les bailleurs des fonds s'assurent que les dirigeants n'investissent pas dans de mauvais projets ? Comment les bailleurs des fonds contrôlent les managers ? ».

Shleifer et Vishny¹

Depuis l'apparition des premiers rapports de bonnes pratiques, et en raison de la faillite de grandes entreprises (Enron, 2001 ; Worldcom, 2002...), la notion de la gouvernance d'entreprise a été largement étudiée. Ces événements ont démontré que les mécanismes de contrôle des activités des entreprises sont largement remis en cause. Dans ce contexte, Jamie Heard le dirigeant (CEO) de l'Institutional Shareholders Services, avance que « les scandales qui ont eu lieu dernièrement révèlent la faiblesse de notre système de gouvernance ». Suite à ces dysfonctionnements observés au sein de diverses entreprises, toutes les parties prenantes ont été amenées à trouver des solutions pour remédier aux faiblesses des systèmes de gouvernance existants. Ainsi, les investisseurs sont devenus de plus en plus attentifs aux règles de la gouvernance d'entreprise appliquées par les entreprises dont ils sont actionnaires.

¹« A survey of corporate Governance », *The Journal of Finance*, Vol 52, N° 2. (Jun, 1997), pp.737-783.

Ainsi, le thème de la gouvernance des entreprises a pris, selon Charreaux (2008), une préoccupation cruciale des hommes de politique, des chefs d'entreprise ainsi que par les journalistes et les chercheurs (dans le domaine économique, gestion, droit, science politique). En effet, l'intérêt pour les bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise a pris une importance de premier rang. Le monde a vu dès lors la naissance des nombreux codes de bonnes pratiques que les entreprises sont tenues de suivre. Ainsi, plusieurs chercheurs ont testé l'impact des pratiques de gouvernance sur la performance de la firme. Ils ont conclu qu'une bonne gouvernance d'entreprise permet d'améliorer la performance, ce qui a suscité l'intérêt des économistes pour ce thème et les a mené à vanter ses mérites.

Dans ce cadre, les entreprises devraient satisfaire les besoins des différentes parties qui ont des relations avec la firme. Ainsi, Shleifer et Vishny (1997) définissent la gouvernance de l'entreprise comme l'ensemble des mécanismes par lesquels les apporteurs de capitaux garantissent la rentabilité de l'action. Ces auteurs centrent leur conception de la gouvernance sur la protection des actionnaires comme bénéficiaires exclusifs de la valeur. Charreaux (1997) propose une approche plus large. Il définit la gouvernance des entreprises comme l'ensemble des mécanismes qui gouvernent le comportement des dirigeants et délimitent leur latitude discrétionnaire. Il s'agit d'un éventail de normes qui visent à homogénéiser les fonctions d'utilité des dirigeants et des actionnaires. Selon Denis et McConnell (2003), la gouvernance est un ensemble de mécanismes internes et externes qui amènent les dirigeants à bien gérer la firme en prenant des décisions qui maximisent la valeur de la firme pour ses propriétés (les apporteurs de capitaux).

La gouvernance trouve ses fondements théoriques dans la théorie d'agence et en particulier les travaux de Jensen et Meckling (1976) qui appliquent la théorie d'agence à l'entreprise moderne et mettent en évidence les coûts d'agence.

Néanmoins l'idée de base a été avancée antérieurement par Adam Smith (1976) : « *lorsqu'il n'y a pas de coïncidence parfaite entre la propriété et le contrôle, des conflits d'intérêts entre les propriétaires et les contrôleurs apparaissent* ».

Toutefois selon Denis et McConnell (2003), la séparation de la propriété du contrôle présente des avantages. En effet, un agent ne peut pas réunir son apport de capital et ses compétences nécessaires pour une bonne gestion. Ainsi, les auteurs montrent que les conflits d'intérêts combinés avec les coûts d'agence supportés dans la mise en œuvre des contrats réduisent la valeur de la firme.

Suite à l'ensemble de ces considérations, les chercheurs ont commencé à déterminer la structure de gouvernance qui permet une meilleure résolution des conflits d'intérêts entre les différents acteurs. Ainsi, McKinsey (2002) montre que les investisseurs institutionnels sont prêts à payer une prime de 12 à 14 % pour les entreprises qui adoptent les meilleures pratiques de gouvernance. D'autres études ont montré que la valeur est corrélée à l'indépendance du conseil, à la séparation entre le président et le *CEO*, à la structure du conseil, à la nature de la rémunération des dirigeants, au cumul des mandats... De son côté, le créancier s'intéresse également à la gouvernance d'entreprise. Ashbaugh et al (2004) montrent que la notation est inversement proportionnelle au nombre d'actionnaires possédant au moins 5 % du capital et à la puissance du *CEO* au sein du conseil, et positivement proportionnelle à la faiblesse du droit des actionnaires en cas d'*OPA*, au degré de transparence financière et à l'indépendance et l'expertise du conseil d'administration.

Dans ce contexte, plusieurs organisations ont essayé de mettre en place des structures optimales ou de respecter des standards permettant de les atteindre. Ainsi, les bonnes pratiques en matière de gouvernance ont soulevé l'intérêt de plusieurs études et débats. A ce propos, les débats sur les bonnes pratiques sont ainsi encore vifs, ce que reflètent les publications des différents rapports sur le sujet (*OCDE, BOUTON, VIENOT*). Ces rapports ont souligné

Introduction générale

l'importance des bonnes pratiques de gouvernance afin de créer de la valeur pour l'actionnaire. Dans ce sens, ils ont formulé des recommandations visant à améliorer le système de gouvernement d'entreprise. L'objectif de la mise en place des codes de bonnes pratiques en matière de gouvernement d'entreprise est principalement l'amélioration de la qualité de la gestion et du contrôle qui entraîne une amélioration du niveau de performance des firmes et de leur risque de crédit. En effet, si une firme essaie de respecter une des bonnes pratiques, sa gouvernance s'améliore systématiquement. Selon les principes de l'*OCDE* (2004) « le régime de gouvernement d'entreprise devrait concourir à la transparence et à l'efficacité des marchés, être compatible avec l'état de droit et clairement définir la répartition des responsabilités entre les instances compétentes en matière de surveillance, de réglementation et d'application des textes ».

Suite à cette attention accordée par les investisseurs aux pratiques de gouvernance, la notation de la gouvernance d'entreprise est devenue une pratique de plus en plus courante soit à travers des services de notation spécialisés (*GMI, ISS...*) ou avec l'intégration du système de gouvernance d'entreprise dans la notation financière (*S&P, Moody's et Fitch*). Le but de l'étude de la qualité de la gouvernance est de satisfaire les besoins des investisseurs et de les protéger des manœuvres des dirigeants (*Standard & Poor's, 2002*).

Dans cet esprit, plusieurs organismes ont commencé à intégrer la qualité du système de gouvernance d'entreprise dans leur processus d'évaluation du risque de crédit. En effet, les investisseurs montrent un réel besoin de connaître avec précision la nature des relations qui lient les administrateurs d'une part, et le lien entre ces derniers et le dirigeant, d'autre part. Il est également primordial pour les investisseurs de connaître aussi les critères appliqués dans la détermination de la politique de rémunération et de fonctionnement du comité d'audit. Les critères employés par les agences se fondent à la fois sur la bonne pratique internationale en la matière et sur la situation particulière de l'entreprise.

Aujourd'hui, les agences de notation mettent davantage l'accent, dans leur analyse, sur l'évaluation de l'indépendance dans les conseils d'administration, le fonctionnement des comités des conseils d'administration, surtout en ce qui concerne l'audit, la transparence comptable et financière et les transactions d'initiés (OCDE, 2004). Par conséquent, les entreprises sont devenues plus attentives à ces critères utilisés par les agences afin d'avoir une bonne gouvernance. En effet, la mise en place de ces bonnes pratiques de gouvernance permet à l'entreprise de faire face aux risques pour mieux les gérer et mettre en place une structure efficace. En effet, plusieurs entreprises ont essayé d'appliquer les principes de ces derniers afin d'avoir les bonnes pratiques de gouvernance. De l'autre côté, plusieurs études scientifiques ont montré que l'actionnaire valorise positivement les pratiques d'une bonne gouvernance d'entreprise.

Ainsi, certains chercheurs ont essayé de déterminer les facteurs d'un bon système de gouvernance. Selon Shleifer et Vishny (1997), une bonne gouvernance est principalement représentée par une protection des investisseurs et une concentration de la structure de propriété. L'étude de Gompers et al (2003) révèle une relation positive entre la bonne gouvernance et la performance de l'entreprise. De plus et en adoptant des stratégies d'investissement basées sur les meilleures pratiques de gouvernance, les investisseurs réalisent un rendement anormal de 8,5 %.

Dans ce cadre, un grand nombre de chercheurs trouvent une relation positive entre la gouvernance et la performance de la firme. Certains se sont focalisés sur les structures de gouvernance des entreprises en considérant un seul pays (Black (2001) pour la Russie ; Drobetz et al (2003) pour l'Allemagne ; Gompers et al (2003) pour les Etats-Unis ; Jang et al (2002) pour les Pays Bas ; Black et al (2003) pour la Corée ; Suntraruk (2009) pour la Thaïlande et Schmid et Zimmermann (2008) pour la Suisse). Toutefois, Core et al (2006) et

Schmid et Zimmermann (2008) n'ont pas trouvé de preuves sur la relation entre la gouvernance d'entreprise et la performance.

Etant donné le rôle primordial des bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise et leur effet considérable sur la réputation de la firme, notre réflexion est basée sur l'impact de la qualité du système de gouvernement sur la performance de l'entreprise. Cette recherche constitue donc une approche critique du rôle assigné à la gouvernance d'entreprise et contribue à la littérature théorique et empirique sur la relation entre la gouvernance d'entreprise et la performance. Par ailleurs, l'établissement d'un lien clair entre la qualité de la gouvernance et certaines caractéristiques de l'entreprise est encore plus délicat.

De ce fait, notre approche se distingue des autres travaux antérieurs par trois points principaux. Premièrement, nous allons intégrer le rôle des agences de notation dans l'évaluation de la gouvernance d'entreprise. En effet, la notation de la gouvernance d'entreprise n'a pas été suffisamment développée dans les autres recherches en générale et dans le contexte français en particulier. Deuxièmement, nous allons utiliser une méthode non paramétrique pour calculer un score de gouvernance basé sur la performance des firmes. Par conséquent, la plupart des études passées ont essayé de déterminer l'impact de chaque mécanisme de gouvernance sur la performance de la firme. Il demeure que cette recherche est la première à notre connaissance qui se penche sur la détermination d'un score de gouvernance, des firmes françaises, qui reflète un grand nombre de variables de la gouvernance et de la performance à la fois. Enfin, cette étude se distingue des précédentes recherches menées par la variété des méthodes économétriques mobilisées pour analyser les différents déterminants de la gouvernance qui peuvent améliorer la gouvernance de la firme.

L'objectif de cette étude vise à déterminer les « bonnes pratiques » de gouvernance, ayant trait au fonctionnement du conseil d'administration, la structure de propriété et les caractéristiques du dirigeant, qui pourraient améliorer la performance des firmes françaises.

Cette démarche s'avère pertinente à plusieurs égards. Elle permet de calculer un score de gouvernance en se fondant sur un certain nombre de variables de la gouvernance. Notre thématique générale de recherche vise donc à analyser les facteurs de gouvernance d'entreprise qui influencent la performance de la firme. Notre recherche tente donc de répondre à la question suivante :

Quels sont les déterminants d'une « bonne gouvernance » basée sur le niveau de performance de la firme ?

Notre axe de recherche peut être détaillé à travers les questions suivantes :

1. Quelles sont les déterminants d'une « bonne gouvernance » dans le contexte des entreprises françaises ?
2. Quel est l'impact de la qualité du système de gouvernement d'entreprise sur la performance? Est-ce qu'il y a un phénomène de causalité entre les pratiques de gouvernance et la performance de la firme ?

Notre travail contribue à la littérature de la gouvernance en identifiant une bonne gouvernance selon le niveau de la performance des firmes françaises. De plus nous allons essayer d'établir une relation entre les pratiques de gouvernance et la performance des firmes françaises.

L'objectif de ce travail de recherche est de déterminer en premier lieu une « bonne gouvernance » basée sur le niveau de performance de la firme. En deuxième lieu, nous allons tester quels mécanismes de gouvernance peuvent influencer la performance de la firme ainsi que le lien de causalité entre ces deux derniers.

Pour atteindre notre objectif, nous avons constitué un échantillon de 132 firmes françaises cotées. Tout en excluant les firmes appartenant aux secteurs financiers et au secteur réglementé de service public. La période de l'étude s'étale sur sept ans (de 2002 jusqu'à 2008). Les tests empiriques proposés dans ce travail ont pour objet d'apporter des réponses à ces différentes interrogations.

Sur le plan de la forme la thèse est organisée en deux parties.

La première partie consacrée au cadre théorique et à l'environnement légal de notre travail se penche d'abord sur la notion de la gouvernance (**chapitre 1**). Dans ce chapitre, nous présentons les fondements théoriques de la gouvernance ainsi que les différents systèmes de gouvernance. Nous nous proposons de consacrer ce chapitre à une revue de la littérature sur les théories d'analyse de la firme de manière conjointe avec une synthèse exhaustive des mécanismes de gouvernement, avec pour objectif intermédiaire la définition de notre propre champ d'investigation.

Le second chapitre abordera le cadre institutionnel de la gouvernance. Nous présentons les différents codes en matière des bonnes pratiques de gouvernance dans le contexte français. **Le troisième chapitre** expose les standards de gouvernance développés par les principales agences de rating.

Le chapitre 4 sera consacré au lien théorique et empirique existant entre la gouvernance et la performance. La première section examine la notion et les différentes mesures de la performance. La deuxième section synthétise les différents résultats empiriques intéressant notre question centrale. Cette présentation nous a permis de formuler les hypothèses à tester empiriquement.

La deuxième partie de cette recherche est consacrée aux tests empiriques. **Le chapitre 5** sera consacré à la méthodologie de notre recherche et à la description de l'échantillon et des variables utilisées.

Le chapitre 6 propose une étude, de nature exploratoire, comparative des méthodologies de notation du système de gouvernement employées par les agences de notation. Il s'agit d'étudier les divergences et les similitudes des méthodes en se basant sur les critères d'évaluation sur lesquelles les agences s'appuient. L'objet de ce test est donc de clarifier le positionnement des méthodologies sur la gouvernance.

Plus précisément, il s'agit de présenter les critères et les thèmes d'évaluation employés par les agences de notation en matière de gouvernance d'entreprise.

Le septième chapitre présente un double objectif. D'une part, nous allons calculer un score de gouvernance pour les entreprises françaises reflétant un certains nombres de variables. D'autre part, nous allons tester le lien entre la bonne gouvernance et la performance de la firme. L'objectif recherché est de déterminer les liens existants entre les différentes pratiques de gouvernance et la performance. L'investigation empirique a porté sur les firmes françaises. L'interrogation posée au niveau du présent chapitre est relative aux déterminants d'une « bonne gouvernance » dans le cas des entreprises françaises. Il s'agit plus précisément, de déterminer les meilleures pratiques de gouvernance qui peuvent avoir un effet positif sur la performance de la firme.

Le chapitre 8 sera consacré à notre troisième test empirique qui consiste à étudier l'impact des pratiques de gouvernance sur la performance et de tester le lien de causalité entre les deux critères. L'objectif de cette étude est de tester empiriquement la relation entre la qualité de la gouvernance (le fonctionnement du conseil d'administration, la structure de propriété et les caractéristiques du dirigeant) et la performance de la firme. Il s'agit de chercher quels sont les mécanismes de gouvernance qui influencent le plus la performance et voir s'ils peuvent être réduits à quelques uns.

Dans ce chapitre, nous allons tenir compte du caractère endogène des variables de gouvernance pour étudier la relation entre la gouvernance et la performance. Pour cela, nous allons avoir recours à un système à équations simultanées qui permet de prendre en considération l'interdépendance des pratiques de gouvernance et l'effet de la performance sur la gouvernance.

La recherche menée présente un intérêt pratique et empirique à plusieurs niveaux.

Ce travail permet de mettre en évidence la nécessité de la notation en matière de gouvernance d'entreprise. En effet, les investisseurs sont devenus, de plus en plus, attentifs aux règles de gouvernance des entreprises dont ils sont actionnaires. Ainsi, nous allons vérifier si une bonne gouvernance permet d'engendrer une performance plus élevée ou inversement.

Ce travail présente, également, un intérêt particulier pour les entreprises dans le but d'améliorer leurs pratiques de gouvernance. Il propose les meilleures pratiques de gouvernance pour les entreprises françaises. Il permet une appréhension plus complète des mécanismes de gouvernement comme source de création de valeur.

Sur le plan empirique, plusieurs études empiriques sont menées dans la thèse. Le sujet d'étude est le contexte français. La période couverte est 2002-2008. L'objectif est d'offrir une analyse empirique complète au sujet de la qualité des systèmes de gouvernement d'entreprise. Face à une abondance d'études empiriques sur le marché américain et à une relative rareté, voire même inexistante, de ces dernières dans le cas français, la principale contribution de ce travail est d'apporter des éclaircissements sur la notation de la gouvernance d'entreprise en général et des entreprises françaises en particulier.

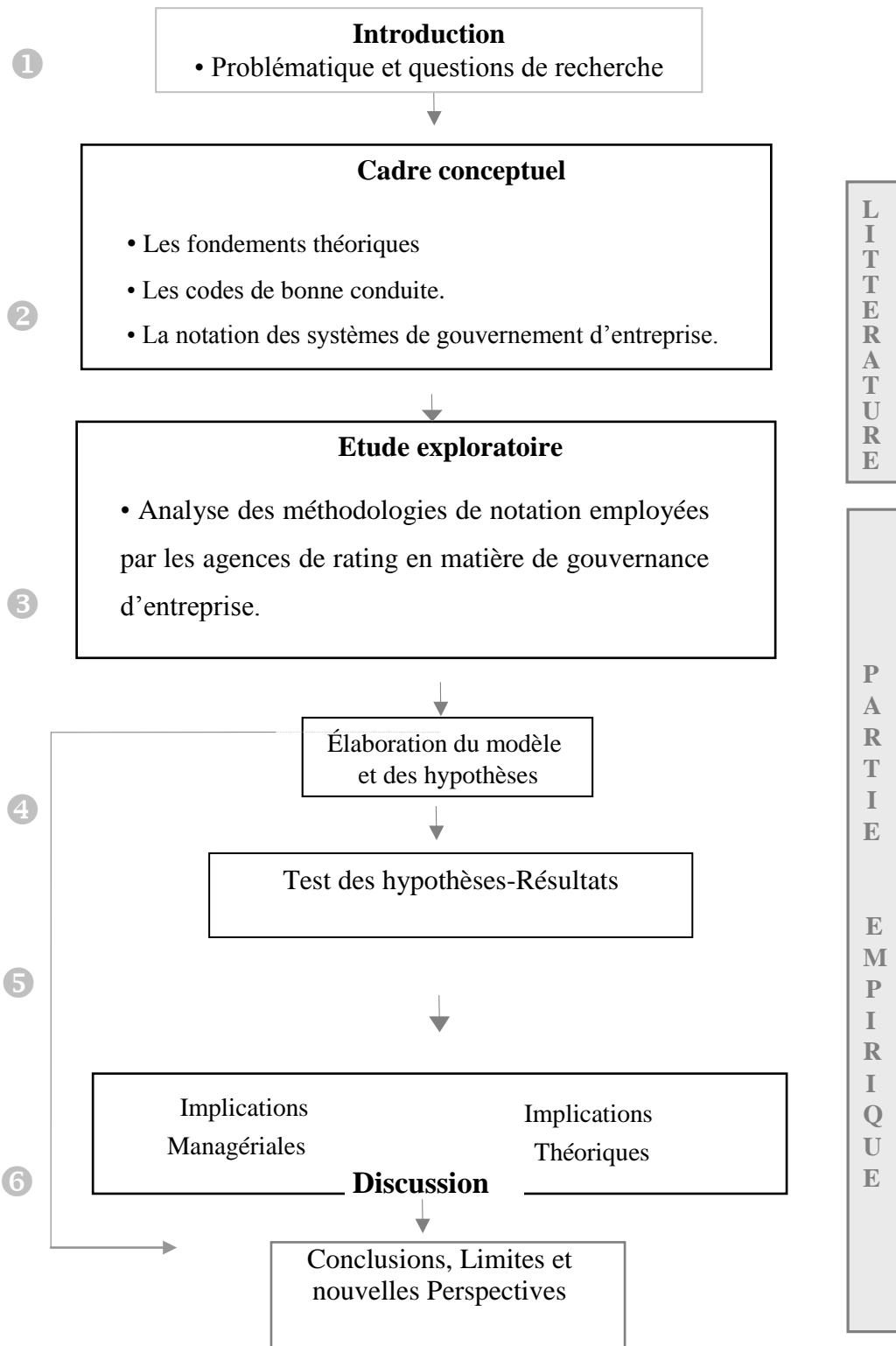
Dans le but de positionner les agences de notation sur un graphe et les classer par la suite selon les critères, nous avons adopté la méthode de l'analyse en composantes principales (ACP). L'analyse factorielle correspond à une démarche purement statistique de structuration des données. Elle consiste à résumer l'information contenue dans un tableau individus/variables, en remplaçant les variables initiales par un nombre plus petit de variables composites ou facteurs sensés apporter des informations sur les individus.

D'un point de vue méthodologique, les régressions linéaires constituent la technique économétrique d'estimation la plus utilisée dans les études empiriques. Dans ce travail, elles sont appliquées d'une part, aux variables relatives aux caractéristiques de la firme et, aux variables de la gouvernance, d'autre part. Différents tests économétriques, indispensables aux

modèles linéaires, sont également proposés. Nous avons utilisé la méthode des triples moindres carrées ordinaires pour l'estimation des équations simultanées afin de tester l'endogénéité entre les axes de gouvernance et la performance.

Par ailleurs, nous avons utilisé la méthode des enveloppements des données (DEA, *Data Enveloppement Analysis*) afin de calculer un score de gouvernance pour les entreprises françaises. Cette méthode permet de déterminer la frontière représentant les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise par enveloppement des données : L'input permettant de maximiser l'*output*. Une telle méthode permet d'évaluer l'efficacité de N unités de prise de décisions. Cette approche dérive de la programmation linéaire et, à ce titre, entre dans la catégorie des méthodes non paramétriques.

Figure 1: Les étapes du processus de recherche



Partie 1:

Cadre théorique et environnement légal : la qualité du système de gouvernement d'entreprise et la performance de la firme

Introduction de la première partie

La définition des mécanismes de gouvernance englobe de multiples facettes dont l'intérêt certain depuis l'analyse de Berle et Means (1932) nous permet de cerner l'influence des avancées théoriques sur leur conception et l'objectif de définition d'un cadre d'une gouvernance efficace. Le système de gouvernance « (...) *deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment* » pour Shleifer et Vishny (1997), page 737. Cette définition n'est pas neutre car elle sous-tend un cadre théorique contractuel où la valeur de la firme est appréciée à l'aune des intérêts des actionnaires, dans leur relation de principal - agent avec les dirigeants.

L'élargissement des parties prenantes au nœud de contrats que représente la firme apporte une vision partenariale au gouvernement des entreprises, qui représente ainsi « *l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui 'gouvernent' leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* » (selon Charreaux (1997)).

Dans ce cadre, la gouvernance d'entreprise est apparue pour pallier aux conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires. Plusieurs chercheurs ont tenté de proposer des mécanismes de gouvernance qui visent à limiter les comportements opportunistes des dirigeants dans le but d'améliorer la performance de l'entreprise.

Nous nous proposons de consacrer le premier chapitre à la définition du concept de la gouvernance d'entreprise. Nous présenterons une revue de la littérature sur les fondements théoriques de la gouvernance.

Introduction partie 1

Le second chapitre, traite le cadre institutionnel de la gouvernance. Nous proposons une présentation des différents codes et lois de bonne conduite. Le chapitre trois nous permettra de proposer une synthèse exhaustive des méthodologies de notation employées par les agences de rating en matière de gouvernance, avec pour objectif intermédiaire la définition de notre propre champ d'investigation.

Nous développons plus particulièrement dans le quatrième chapitre les liens existants entre la gouvernance et la performance de la firme. L'objectif final de cette première partie est d'apprécier l'influence de la structure de gouvernance sur la performance des entreprises. A l'issue de ce chapitre, nous proposerons les hypothèses de recherche qui feront l'objet des tests empiriques regroupés dans la seconde partie de notre travail.

Chapitre 1 : Le système de gouvernement d'entreprise

Depuis l'œuvre de Berle et Mens (1932), les économistes reconnaissent que la séparation entre la propriété et la fonction de direction influence la performance des entreprises. Depuis quelques années, une part importante de la littérature est consacrée à l'étude des liens existants entre les dirigeants et leurs actionnaires dans le cadre d'une théorie qui s'intéresse au système de gouvernement des entreprises (Jensen et Meckling (1976), Jensen (1993), Shleifer et Wirtz (1990), etc.).

Cette théorie se base sur l'hypothèse de l'existence de conflits d'intérêts entre les deux parties en relation : les dirigeants, ayant pour mandat d'entreprendre toute action maximisant la valeur de la firme, ont généralement des objectifs distincts de ceux de leurs actionnaires et tenteraient de profiter de leur meilleure connaissance de l'information pour orienter la gestion de la firme vers leur propre intérêt.

A ce propos, les exemples sont nombreux : Les dirigeants sont parfois mis en cause pour leur politique de croissance qui ne fait pas profiter les actionnaires. En plus, ils sont accusés, dans certains cas, d'un manque de transparence dans la divulgation de l'information qu'ils détiennent. La rémunération excessive de certains dirigeants et les avantages en nature dont ils bénéficient font souvent l'objet d'interrogations de la part des investisseurs.

Ainsi, le gouvernement d'entreprise permet d'analyser l'ensemble des dispositifs ou mécanismes servant à résoudre, en partie, le problème de conflit d'intérêt entre les

actionnaires et les dirigeants. Ces mécanismes consistent à motiver les dirigeants de façon à aligner leurs objectifs sur ceux des actionnaires, à inciter ces derniers ou leurs représentants (le conseil d'administration) à mieux surveiller et orienter la gestion de l'entreprise.

L'objectif de ce premier chapitre est triple : il s'agit en premier lieu de définir la notion de la gouvernance d'entreprise et son émergence en France. En deuxième lieu, nous abordons les différentes théories qui traitent le concept de la gouvernance. Ainsi, nous présenterons les facteurs de convergence entre les différents systèmes de gouvernance. Enfin, nous allons étudier l'évolution de la gouvernance dans le contexte français qui représente le cadre de notre étude.

1. La notion de la gouvernance

La gouvernance d'entreprise admet pour objet l'étude des systèmes qui fixent les pouvoirs décisionnels des dirigeants et la relation des ces derniers avec les différentes parties de la vie des entreprises « stakeholders ».

L'émergence de ce sujet revient au débat ouvert par Berle et Means (1932) sur les conséquences de la séparation entre les fonctions de propriété d'une part et celles de décision d'autre part. Ce débat à conduit au développement de plusieurs conceptions managériales qui considèrent que les dirigeants sont censés agir de façon à servir leurs propres intérêts au lieu de maximiser la valeur de marché du patrimoine des actionnaires.

La gouvernance d'entreprise tire alors son fondement théorique de ces différentes conceptions managériales. Les travaux de Jensen et Meckling (1976) et de Williamson (1985, 1988) sont considérés comme étant pionniers dans l'étude des relations qui existent entre les différentes parties agissant au niveau d'une firme.

Il faut noter que l'étude des ces relations et la répartition des pouvoirs dans une entreprise dépend du contexte institutionnel du pays dans lequel se situe. Ainsi, nous distinguons entre différents systèmes de gouvernement les entreprises selon les pays.

Cette section a, par conséquent, pour objet de définir le thème de gouvernance d'entreprise selon différents auteurs, de présenter son cadre théorique conçu par Jensen et Meckling (1976) puis élargi par Williamson (1985, 1988) et de comparer les différents systèmes de gouvernance existants et enfin l'étude des caractéristiques du système de gouvernance français.

1.1. Définitions de la gouvernance

Il n'existe pas une définition unique de la gouvernance d'entreprise. Certains auteurs proposent une définition relativement plus large que d'autres.

Le système de gouvernance « (...) *deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.* » pour Shleifer et Vishny (1997), page 737. Ainsi les auteurs définissent la gouvernance de l'entreprise comme l'ensemble des mécanismes par lesquels les apporteurs de capitaux garantissent la rentabilité de l'action. Ces auteurs centrent leur conception de la gouvernance sur la protection des actionnaires comme bénéficiaires exclusifs de la valeur. Ces auteurs abordent la gouvernance en termes de contrôle du dirigeant et de maximisation de la valeur actionnariale.

Ainsi, Pastré (1997) définit la gouvernance d'entreprise comme « l'ensemble des règles de fonctionnement et de contrôle qui régissent, dans un cadre historique et géographique donné, la vie des entreprises ».

Charreaux (1997) propose une approche plus large. Il définit la gouvernance des entreprises comme l'ensemble des mécanismes qui gouvernent le comportement des dirigeants et délimitent leur latitude discrétionnaire. Il s'agit d'un éventail de normes qui visent à homogénéiser les fonctions d'utilité des dirigeants et des actionnaires. Il représente ainsi « *l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui 'gouvernent' leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* » selon Charreaux (1997). « (...) *le rôle principal d'un*

« système de gouvernance (se définit) comme celui d'aligner la capacité à saisir les opportunités de croissance et l'appropriation des gains qui en sont issus. Autrement dit, il faut discipliner (contrôler et inciter) les parties prenantes de façon à ce que le potentiel de création de valeur soit réalisé au mieux. » (Zingales (2000) in Charreaux (2001), page 38).

Reberioux (2003) définit la gouvernance comme la structuration et l'exercice du pouvoir dans les organisations. Dans le même sens, Rajan et Zingales (2000) définissent la gouvernance comme l'ensemble des mécanismes d'allocation et d'exercice du pouvoir ou de l'autorité hiérarchique. Critiquant la vision strictement actionnariale de la gouvernance, ils soutiennent que la répartition du pouvoir et de la valeur créée entre les parties actives au sein de la firme sont un mécanisme de gouvernance centré sur la prévention des conflits et donc sur la convergence des fonctions d'utilité.

La gouvernance est donc « l'ensemble des règles attenantes aux configurations de la propriété, à la tutelle de la minorité et des créanciers, au système d'administration et de contrôle » (Guido et Piergaetano (2003), p233). C'est l'organisation du pouvoir formel entre le dirigeant, le conseil d'administration (désormais CA) et les actionnaires (Abdelwahed, 2003). Cette approche aborde la gouvernance dans une perspective de négociation et met en relief les principales parties prenantes au sein de l'entreprise.

La gouvernance d'entreprise étant « constituée du réseau de relations liant plusieurs parties... » (Caby et Hirigoyen, 2005 p63). Les actionnaires, les dirigeants et le conseil d'administration sont parmi les « *stakeholders* » les plus actifs et les plus décisifs au sein de l'entreprise et dans la littérature.

- Les actionnaires : ils sont les détenteurs du pouvoir au sens de Mitchell et al (1997), et sont appelés à l'allouer partiellement ou totalement aux mandataires sociaux. En se débarrassant de la gestion, ils cèdent au dirigeant le droit de propriété virtuel contre la perception d'une

rémunération équitable et le limogeage « *at natum* » de ce dernier en cas de non satisfaction (Louvet et Taramasco, 2004).

- Les dirigeants : ils sont liés aux actionnaires par un contrat et sont appelés à exercer le pouvoir alloué par ces derniers pour maximiser leurs intérêts.
- Le conseil d'administration : il est appelé à évaluer et à ratifier les décisions stratégiques et à contrôler l'exercice du pouvoir et la latitude managériale des dirigeants.

La gouvernance peut ainsi être définie autour de ces trois composantes comme l'ensemble des structures et des mécanismes d'allocation, d'exercice, de contrôle du pouvoir et de la latitude managériale du dirigeant dans les organisations.

Nous pouvons dès lors se demander quelles sont les différentes structures ou les différents systèmes dominants dans les entreprises. Avant d'étudier l'émergence de la gouvernance, ses origines et sa diversité dans le monde, il convient de présenter leur cadre théorique.

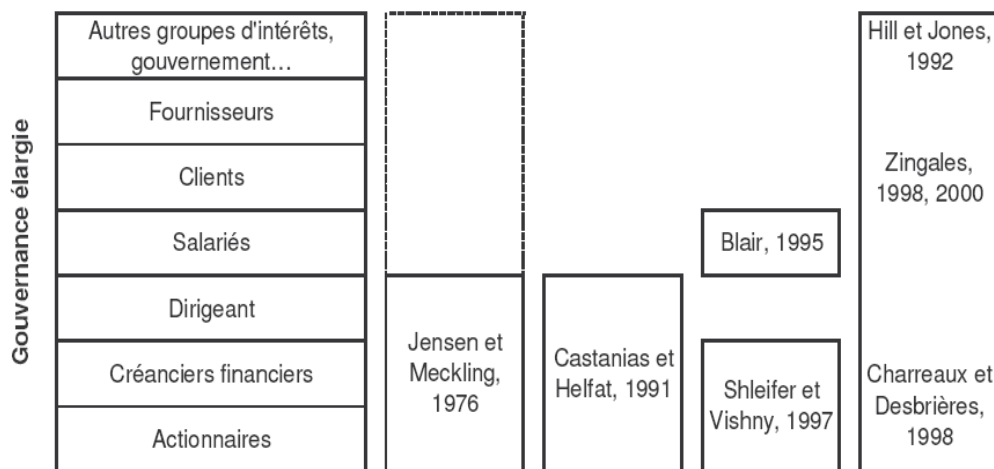


Figure 2: L'évolution du concept de gouvernance élargie, d'après Chatelin et Trébuch (2003), page 22

1.2. Les apports théoriques

La gouvernance d'entreprise est devenue un nouveau cadre d'analyse qui regroupe à la fois la théorie de l'agence et la théorie de l'économie des coûts de transactions. Dans ce qui suit, nous allons présenter ces deux théories qui représentent des fondements théoriques de la gouvernance.

1.2.1. La théorie d'agence

En partant de la théorie du droit de propriété (notamment des travaux de pionniers comme Coase (1937) et Alchain et Demsetz (1972)), Jensen et Meckling (1976) considèrent la firme comme « une fiction légale qui sert de point focal à un processus complexe dans lequel les conflits entre les objectifs des individus (dont certains peuvent être d'autres organisations) sont résolus par la mise en place d'un réseau de relations contractuelles »².

A partir de cette nouvelle conception de la firme, Jensen et Meckling ont élaboré la théorie d'agence³ qui tient compte de la multiplicité des catégories de participants dans l'organisation et des divergences d'intérêts qui en découlent. Cette théorie définit la relation qui lie un mandant (le principal) et un mandataire (l'agent) comme un contrat dans lequel une (ou plusieurs) personne(s) a recours au service d'une autre personne pour accomplir en son nom une tâche quelconque. Par exemple, les actionnaires, n'ayant pas les compétences nécessaires pour gérer leur entreprise, choisissent de déléguer le pouvoir décisionnel à un dirigeant. Ce comportement est en accord avec les hypothèses du modèle de la théorie d'agence, à savoir, en premier lieu les parties de la relation d'agence sont supposées agir de façon à maximiser leurs fonctions d'utilité et en second lieu ces parties sont capables d'anticiper rationnellement et sans biais l'incidence des relations d'agence sur la valeur de leur patrimoine.

Puisque chaque acteur vise à maximiser sa fonction d'utilité, les agents ne vont pas toujours agir dans l'intérêt de leurs mandats. Ils vont probablement adopter un comportement opportuniste servant à augmenter leur richesse. Ceci va engendrer des conflits d'intérêts entre les différentes parties en présence.

Dans cette sous section, il convient de mettre l'accent sur les conflits entre actionnaires et dirigeants et d'étudier, par là même, les coûts d'agence engendrés.

² D'après Jensen et Meckling (1976): "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure" Journal Financial Economics volume 3, p311.

³ Le terme « Théorie d'agence » est la traduction de « Agency Theory ». L'utilisation de ce terme français a été critiquée parce qu'il rend mal compte du caractère dynamique du vocable anglo-saxon.

1.2.1.1. Les sources du conflit

Trois motifs ont été avancés par Jensen et Meckling (1976) pour expliquer les divergences d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires :

Une première source de conflit provient du fait que les dirigeants gèrent l'entreprise dans un sens non conforme aux intérêts des actionnaires, c'est-à-dire en maximisant leur propre utilité, sans répondre aux attentes des actionnaires, qui eux aspirent à la maximisation de la valeur de la firme. Les dirigeants s'octroient ainsi des avantages en nature qui viennent grever d'autant la performance de l'entreprise. En outre, les dirigeants tentent de maximiser les investissements dont le caractère spécifique est fonction de leur présence dans l'entreprise, ce qui leur permet d'optimiser leur utilité mesurée en terme de richesse, de notoriété ou de prélèvements non pécuniaires.

En deuxième lieu, les managers, contrairement aux actionnaires qui investissent en capital financier, mettent en jeu leur capital humain. Ainsi, le comportement du dirigeant vis-à-vis du risque diffère de celui de l'actionnaire puisque ce dernier est moins sensible à la variabilité des résultats et au risque de faillite. Le risque attaché au capital humain des dirigeants n'est pas diversifiable, alors que le risque des actionnaires peut être minimisé grâce à des stratégies de diversification de portefeuille.

Dans cette optique, pour préserver leurs postes, les dirigeants peuvent soit opter pour des investisseurs moins risqués que ne le souhaitent les propriétaires et donc avec des espérances de gains moins importantes ou bien ils ont la possibilité de diversifier leur risque d'emploi en engageant leurs sociétés dans des acquisitions conglomerales, qui permettent de stabiliser le chiffre d'affaires et d'éviter les effets de la faillite (Amihud et Lev, 1981).

En troisième lieu, les dirigeants disposent d'un horizon limité à leur présence dans l'entreprise et donc privilégient les investissements rentables à court terme. Ainsi, Charreaux (1994) oppose à la durée moyenne des fonctions managériales, l'horizon théorique illimité des

actionnaires puisque la valorisation d'un titre se définit sur un horizon infini. De même Rappaport (1990) insiste sur la gestion à court terme menée par les dirigeants puisque l'évaluation des résultats se fonde sur des chiffres trimestriels.

Suite à ces trois motifs de conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants apparaît un problème d'asymétrie d'informations entre les deux parties, origine de l'opportunisme des dirigeants.

1.2.1.2. Les conséquences du conflit

Si l'intérêt personnel explique l'opportunisme rien n'interdit à l'agent de déshonorer tous ses engagements dès lors que son intérêt privé est en jeu. S'il préfère tricher que d'accomplir les termes de son contrat, c'est parce qu'il considère que son engagement initial lui devient défavorable. De ce point de vue, dire que le comportement du dirigeant est opportuniste ou plus exactement, qu'un soupçon d'opportunisme pèse sur son comportement, revient effectivement à considérer qu'à un moment donné, le dirigeant prend des décisions qui lui sont favorables et qui sont au détriment de l'actionnaire.

En effet, si le propriétaire lègue l'usus de son droit de propriété sur l'entreprise, en conserve la créance résiduelle et cherche à maximiser la valeur de la firme, le dirigeant quant à lui, loue son droit de propriété sur son travail en contre partie d'une rémunération. Les efforts qui sont déployés par les dirigeants en faveur de l'entreprise, s'ils sont bénéfiques aux actionnaires, comportent pour eux une désutilité (Charreaux, 1997). De plus et étant donné que l'attitude des dirigeants vis-à-vis du temps et du risque est différente de celle des actionnaires, ils vont chercher par tous les moyens à accroître les avantages qu'ils tirent de leur poste. Ainsi, la relation d'agence ne consiste pas seulement à confier une partie de son droit de propriété, elle invite aussi à se défier de son cocontractant. Donc pouvons-nous dire que le « soupçon d'opportunisme », le cœur du modèle de la théorie d'agence, est le moteur d'un processus de

suspicion et de surveillance, destiné à circonscrire le problème d'agence ? A ce niveau la question de l'opportunisme mérite d'être posée.

En tant que recherche d'intérêt, l'opportunisme s'accompagne d'une manipulation privée des informations. Dans cette optique Narayanan (1985) montre que l'existence d'une asymétrie d'informations entre actionnaires et dirigeants incite ces derniers à gérer leur réputation en préférant les projets générant un montant maximum de liquidité à court terme. Le gestionnaire peut aussi tirer profit du manque de transparence de l'information pour ne communiquer que ce qui sert ses intérêts.

Plus un gestionnaire accentuera sa spécialisation managériale, sa capacité à résoudre des problèmes, y compris en complexifiant la gestion à différents niveaux hiérarchiques, plus il gèrera en sa faveur l'asymétrie d'informations ainsi créée. Cette stratégie décourage la concurrence et le recrutement d'autres dirigeants. Ainsi, Stiglitz et Edlin (1992) conçoivent un modèle dans lequel les dirigeants investissent pour augmenter l'asymétrie d'informations à l'égard des équipes concurrentes et des actionnaires de la firme pour conserver leur poste.

Il convient de noter aussi que l'opportunisme du dirigeant au détriment du propriétaire lui permet de maximiser les avantages en nature directs qu'il obtient grâce à l'entreprise. C'est dans ce contexte que Morck & al (1990) ont remarqué que le dirigeant s'engage dans de nombreuses acquisitions dont il peut tirer des avantages personnels, même si la conséquence est une baisse de la valeur de la firme. Le dirigeant augmente donc son profit et diminue d'autant le profit résiduel du propriétaire.

De plus et étant donné que si le dirigeant est chargé de la définition de la stratégie de l'entreprise, il a à sa disposition plusieurs options ; il a la possibilité de mettre en place une politique de croissance externe visant à augmenter son pouvoir et donc sa rémunération. Le dirigeant peut aussi avoir intérêt à pratiquer une stratégie de croissance par la diversification de façon à limiter son risque managérial (Amihud et Lev, 1981). Le souci de réduction du

risque conduit le gestionnaire à choisir une diversification dans des secteurs non liés au secteur d'origine.

Selon Porter (1990) les stratégies de diversification ont pour conséquence beaucoup plus la destruction de la valeur que sa création. En plus il est à remarquer que l'opportunisme des dirigeants peut consister en une stratégie de 'spécification intentionnelle des actifs' ; puisqu'un gestionnaire est un actif spécifique, certes l'intérêt de son recrutement résulte de ses compétences au niveau de la gestion.

En définitive il convient de noter que la révélation de l'information peut donc jouer un rôle de butoir à la suspicion dans l'entreprise puisque l'asymétrie d'informations entraîne un double phénomène de hasard moral et de sélection adverse. Le hasard moral s'interprète comme l'impossibilité pour l'actionnaire (le principal) d'évaluer le travail fourni par le gestionnaire (l'agent). La sélection adverse naît de l'impossibilité pour l'actionnaire ou le futur actionnaire de définir avec précision les conditions du contrat qui le lie avec l'agent (Derhy, 1997).

Ainsi, la précision des pratiques de révélation de l'information, axées sur l'intérêt des parties prenantes, est nécessaire. Par conséquent le problème d'agence est la recherche d'équilibre entre les coûts supportés par l'un des contractants en cas d'opportunisme de l'autre, et les coûts de mise en place des techniques de surveillance (Gomez, 1996). Donc nous pouvons orienter la résolution du problème de l'opportunisme vers une autre perspective consistant en un calcul coût avantage.

Les coûts peuvent s'interpréter comme des coûts d'organisation ou de transaction interne. Ils sont dus au contrôle du transfert d'informations entre les contractants composant l'entreprise : ce sont les coûts d'agence. Il faut signaler que ces derniers sont supportés par les deux parties, l'une cherchant à contrôler (le principal), l'autre devant contractuellement informer (l'agent). Avec Jensen et Meckling (1976), il est possible de décrire le contenu de ces coûts :

- Les coûts de surveillance (*Monitoring expenditure*) qui sont des frais engagés par le principal pour vérifier que les décisions prises par l'agent sont conformes à ses propres intérêts, nous pouvons citer les honoraires des commissaires au compte, l'audit réalisé par les actionnaires.
- Les coûts de dédouanement (*Bonding expenditures*) qui sont des dépenses réalisées par le gestionnaire pour montrer sa « bonne foi » au principal. Exemples : les frais de publicité, l'élaboration et la diffusion d'un rapport annuel.
- La perte résiduelle (*Residual loss*) qui correspond à la perte d'utilité supportée par le principal, suite à la divergence d'intérêts avec l'agent.

En conclusion, même si les coûts d'agence peuvent apparaître, il est tout à fait légitime que les actionnaires délèguent leurs pouvoirs de décision à des dirigeants. Mais il convient de noter que l'objectif principal est de minimiser ces coûts. Pour ce faire, il convient de réduire les conflits générés par la divergence des intérêts entre principal et agent. Les actionnaires disposent alors d'un éventail de moyens de contrôle, d'incitation, de coercition, d'autodiscipline... et ce afin de maximiser leur « créance résiduelle ». Ce système disciplinaire constitue ce que nous appelons le gouvernement d'entreprise ou la gouvernance qui est le noyau de la théorie de l'organisation. Ainsi, il convient de s'interroger sur la notion de gouvernance.

1.2.2. La théorie des coûts de transaction

L'émergence de la société managériale est la conséquence de la séparation entre production et gestion d'une part et de la propriété d'autre part. Cette séparation se traduit par un affaiblissement de l'exercice de certains attributs : le fructus et l'abusus. Ainsi, nous assistons à une atténuation de la propriété privée puisque l'usage du droit n'est pas exercé par le propriétaire, mais par le gestionnaire.

L'atténuation de la propriété a pour origine les exigences de la capacité de gestion. En effet, selon l'analyse *transactionnaliste* il est nécessaire d'accumuler de l'expérience, du savoir faire ou des connaissances que nous pouvons caractériser d'actif spécifique décrit « ... en référence au degré avec lequel un actif peut être redéployé pour un autre usage ou par d'autres utilisateurs sans perte de sa capacité de production », (Williamson, 1985). En outre, un tel actif peut être acquis sur le marché. Ainsi, dans cette théorie, il est possible d'appliquer l'alternative « faire » ou « faire faire ». Cette proposition se justifie lorsque l'activité est complexe, les techniques nécessaires à la gestion deviennent spécifiques qu'il serait coûteux pour le propriétaire de les pratiquer lui-même. Donc, selon la théorie des coûts de transaction, il est plus efficace de se lier contractuellement à des salariés spécialistes qui gèrent au nom du propriétaire. Celui-ci minimise alors les coûts en ne contrôlant que les résultats présentés par les gestionnaires. Ainsi, le développement de la firme managériale est cohérent avec le schéma transactionnaliste. Néanmoins il est à remarquer que les décisions stratégiques portant sur la destination de la propriété et le contrôle sont conservées par le propriétaire (Alchian, 1977).

Il distingue les coûts directs et indirects qui caractérisent la relation proprement dite des coûts de gouvernance, qui sont les coûts engendrés pour adapter la relation contractuelle aux nouvelles circonstances. La théorie des coûts de transaction se focalise donc sur les coûts *ex post* à la conclusion du contrat et incluent (1) les coûts d'inadaptation du contrat et de la transaction, (2) les coûts de marchandage liés à la renégociation des parties pour corriger l'inadaptation, et (3) les coûts de mise en place et de fonctionnement associés au système de gouvernance en charge du règlement des conflits. L'auteur envisage toutefois des coûts *ex ante* puisqu'il intègre des coûts de dédouanement pour assurer la crédibilité des engagements des agents, mais les coûts principaux résident dans les coûts d'inadaptation, corollaires

naturels de l'incomplétude des contrats et de l'alea moral. La bonne structure de gouvernance est donc celle qui permet de minimiser le coût de ces réajustements.

Nous pouvons citer comme prolongement de l'analyse transactionnelle de Williamson les travaux de Frierman et Viswanath (1989) qui fondent leur raisonnement non plus sur le degré de spécificité des actifs mais sur leur degré de flexibilité ou de remédiabilité, c'est à dire leur capacité à être utilisés pour un autre usage que celui auquel ils étaient destinés initialement.

De même, Fama (1990) élargit le nœud contractuel à l'ensemble des contrats conclus au sein de l'organisation. D'autres prolongements intègrent dans l'analyse des coûts implicites, élargissant ainsi l'éventail de la structure de coûts.

En définitive, Williamson (1985) conçoit la firme comme un instrument de gestion en apportant un nouveau traitement à la position du dirigeant « *l'apport du capital humain des dirigeants est traité comme une transaction à part entière, qui nécessite la mise en œuvre des procédures de gestion spécifiques* » (Charreaux, 1997). En dépit de ses rapports, Williamson (1985) n'a pas apporté des éclaircissements sur la gestion de la hiérarchie et sur la nature de la relation qui lie les dirigeants aux propriétés.

| | | Caractéristiques de l'environnement | | |
|-----------|----------------------|---------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|------------------------|
| | | <i>Non spécifique</i> | <i>Mixte</i> | <i>Idiosyncrasique</i> |
| Fréquence | <i>Occasionnelle</i> | Gouvernance du marché (contractualisation classique) | Gouvernance trilatérale (contractualisation néoclassique) | |
| | <i>Récurrente</i> | | Gouvernance bilatérale | Gouvernance unifiée |

Figure 3 : Mécanismes de gouvernance efficaces – Grille de Williamson (1988), page 106.

1.2.3. La théorie des droits de propriété

Si l'on suit la synthèse de Furubotn et Pejovich (1972) sur les théories des droits de propriété, l'unité d'analyse devient l'individu supposé se comporter en « maximisateur » d'utilité sous contrainte de limites imposées par la structure organisationnelle existante. Les théories des droits de propriété fondent la valeur des biens sur l'ensemble des droits de propriété exclusifs et transférables afférents. Le droit de propriété est ainsi défini comme le droit d'utilisation d'un actif, d'en changer la forme et la substance et d'en transférer les droits dans leur globalité – vente – ou partiellement – rente. L'approche théorique des droits de propriété appréhende des problèmes d'optimisation – en présence de coûts de transaction – des fonctions d'utilité individuelles, les agents répondant à leur environnement économique par des ajustements motivés par leurs intérêts individuels. Les théories des droits de propriété offrent ainsi un cadre d'analyse large des organisations, prenant en compte différents schémas de droits de propriété.

Pour Demsetz (1967), la fonction première des droits de propriété est de constituer un schéma incitatif à une plus grande internalisation des externalités économiques. De plus, la structure de propriété elle-même crée-t-elle des externalités dans la mesure où les actionnaires ne peuvent participer à toutes les prises de décision de la firme, et ce d'autant plus que l'actionnariat est dilué. Une répartition des droits de propriété en faveur des dirigeants permet de surmonter ces coûts élevés de négociation, les dirigeants devenant *de facto* des propriétaires : la propriété effective, *i.e.* le contrôle effectif leur est délégué, les actionnaires ne possédant en définitive que le capital. Il s'agit d'un démembrement du droit de propriété, droit de contrôle et droit de vente étant séparés.

Pour Alchian et Demsetz (1972), les droits de propriété sont un mécanisme d'application de punitions - récompenses liées à la productivité d'une organisation économique. De par l'existence de coûts de surveillance privés inférieurs au coût social, tout individu appartenant

à une équipe de production, *i.e.* à une organisation économique, est incité – en respect de sa fonction d'utilité comprenant à la fois des variables pécuniaires mais également non pécuniaires – au comportement de 'tire-au-flanc' contraire à l'objectif de performance de la firme. La solution à ce problème réside dans la spécialisation d'un individu dans l'activité de surveillance sous conditions que ce dernier soit créancier résiduel, puisse observer le comportement des autres agents, soit partie centrale à la relation contractuelle, puisse altérer la composition de l'organisation et enfin puisse vendre ces droits. L'avantage de ce mode de résolution est qu'il ne requiert aucun contrôle autoritaire mais simplement une structure contractuelle sujette à renégociation continue avec l'agent central possédant les droits de propriété.

La firme moderne se caractérise par une atténuation des droits de propriété, les actionnaires ayant une capacité réduite à réviser ou terminer leurs relations contractuelles, notamment avec les dirigeants. Cela se traduit par une diminution du pouvoir de contrôle des actionnaires sur les décisions des agents, du fait non pas de contraintes légales mais du coût de détection du comportement des dirigeants ainsi que des coûts d'incitation à faire converger les intérêts de ces derniers avec l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. Or, plus l'actionnariat est dilué, plus ces coûts de surveillance sont élevés, donc plus les dirigeants peuvent facilement poursuivre d'autres buts de maximisation de la richesse (Furubotn et Pejovitch (1972)). Pour Marris (1964), la réduction de richesse supportée par les actionnaires est déterminée par les coûts requis pour inciter les dirigeants au critère de maximisation du profit, ces derniers ayant alors toute latitude de transfert de richesse des actionnaires à leur profit dans la limite des coûts de surveillance.

Grossman et Hart (1986) montrent de manière théorique que la structure de propriété influence de manière à la fois positive et négative la performance de la firme. La concentration des droits de propriété est efficiente *ex post* en termes d'augmentation du

surplus et *ex ante* en termes d'incitations à investir en actifs spécifiques dans une relation contractuelle pour le propriétaire des droits de propriété, mais inefficace pour l'individu dénué de ces droits puisqu'au contraire il est dissuadé d'investir dans la relation *ex ante*, ce qui impacte négativement le surplus *ex post*. La solution optimale en termes de droits de propriété réside dans l'arbitrage entre les gains et les coûts des droits de propriété en termes d'incitations – contrôle et productivité, par suite entre les gains et les coûts relatifs de l'investissement des agents.

Hart et Moore (1990) prolongent l'analyse de Grossman et Hart (1986) en analysant les interactions et incitations d'individus multiples possédant ou non des droits résiduels sur des actifs multiples. Ils montrent qu'il peut même être désirable de ne pas octroyer de droits de propriétés dans le cas de surinvestissement des protagonistes, afin de réduire l'incitation à investir et de se rapprocher du niveau d'investissement d'efficacité.

| | Théories contractuelles | | | Théories cognitives |
|-----------------------------------------|----------------------------|-----------------------------------------|----------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| | <i>Théorie de l'agence</i> | <i>Théorie des coûts de transaction</i> | <i>Théorie des droits de propriété</i> | |
| <i>Unité d'analyse</i> | Individu | Transaction | Individu | Individu - Ressource stratégique - Organisation/Environnement |
| <i>Dimension analysée</i> | Relation d'agence | Spécificité des actifs | Droit de propriété | Processus de création de valeur |
| <i>Coûts concernés</i> | Perte résiduelle | Coûts d'inadaptation | Coûts d'efficacité | Coûts d'opportunité, d'innovation |
| <i>Analyse contractuelle principale</i> | Ex ante - Alignement | Ex post - Gouvernance | Ex ante - Alignement | Répertoire de connaissances |

Figure 4 : Grille comparative des théories de la firme – Adaptation à partir de Williamson (1988).

1.2.4. Les théories alternatives

Nous développons trois voies de recherche distinctes parmi les approches complémentaires ou les prolongements des théories contractuelles, à savoir (1) la théorie de l'agence élargie, (2) la théorie de l'intendance et (3) les théories cognitives.

1.2.4.1. La valeur partenariale : prolongement naturel de la théorie de l'agence

« En termes de spoliation, les actionnaires sont loin d'être les seules victimes. », Chatelin et Trébucq (2003), page 2.

L'idée sous-jacente à la recherche de nouvelles fondations pour la gouvernance d'entreprise est l'appréhension de l'entreprise comme un nœud de contrats régissant la coopération de différents partenaires aux intérêts individuels divergents. L'entreprise est alors « *considérée comme un ensemble de contrats, et de mécanismes de gouvernance permettant la sauvegarde des intérêts de chacune des parties prenantes, de les aligner et d'atténuer leur perte d'utilité collective.* », (Chatelin et Trébucq (2003), page 12).

L'intégration du concept de valeur partenariale s'inscrit alors dans le prolongement de la théorie positive de l'agence, en élargissant la relation d'agence traditionnelle entre les dirigeants et les apporteurs de capitaux à l'ensemble des relations contractuelles au sein de l'entreprise.

La figure 5 recense l'évolution de l'objet d'étude de quelques auteurs :

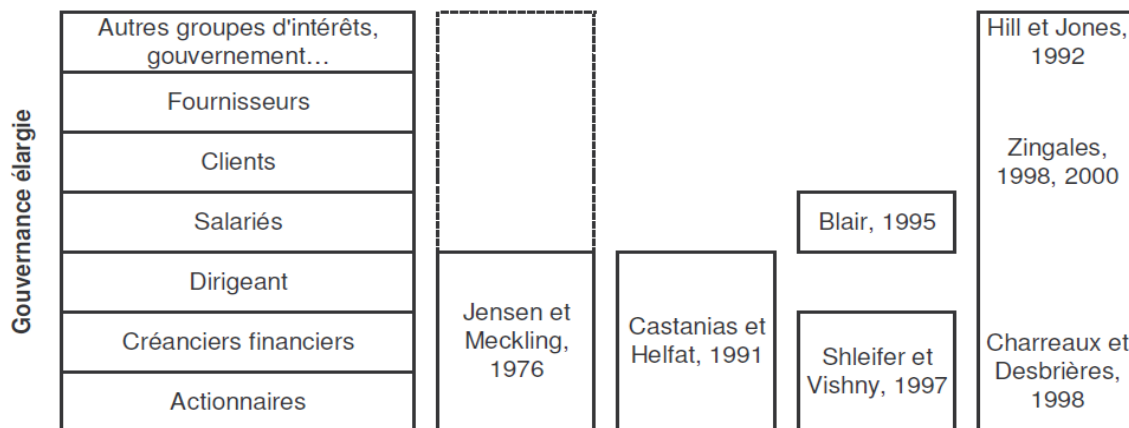


Figure 5 : L'évolution du concept de gouvernance élargie, d'après Chatelin et Trébucq (2003).

Cette définition de gouvernance élargie renvoie aux développements de la théorie de l'agence en direction des champs de la sociologie, de la psychologie et des comportements humain et organisationnel. Le concept de gouvernance élargie présente toutefois une double limite.

L'appréciation de l'objectif d'alignement des intérêts d'un système de gouvernance optimal pose le problème non seulement de l'identification exhaustive des parties prenantes à l'organisation mais également de leurs interactions. Quant à la mesure de la maximisation de la valeur de l'entreprise, elle est d'autant plus complexe que l'on intègre des dimensions non purement économiques (accomplissement des salariés ou qualité d'un produit/service pour les consommateurs) auxquelles s'ajoute une part de subjectivité dans le partage de la création de valeur entre parties prenantes hétérogènes, pouvant posséder des intérêts contradictoires.

Jensen (2000) préfère alors la notion de '*value seeking*' au critère de maximisation de la valeur, notion au cœur même des approches cognitives réinsérant le rôle du dirigeant dans la recherche et la création de valeur organisationnelle.

Cette complexification de l'étude des mécanismes de gouvernance est accentuée par le rattachement de la théorie positive de l'agence aux théories cognitives pour Charreaux (2004), en raison du rôle central qu'elle attribue à la connaissance spécifique et à l'évolution des modèles de rationalité des agents, proposant une alternative complémentaire aux théories contractuelles orthodoxes.

1.2.4.2. La théorie de l'intendance : l'avènement du dirigeant humaniste

Les théories contractuelles de la firme traitent principalement de la réduction des coûts liés au comportement opportuniste des dirigeants, accordant une moindre importance à la création de valeur.

La théorie de l'intendance s'intéresse au contraire au développement d'une gouvernance d'entreprise sous l'hypothèse de comportement '*altruiste*' des agents. Elle considère les dirigeants comme devant être de '*bons intendants*' de la société, faisant office d'experts et de conseillers, et jouant un rôle actif dans la formation de la stratégie et ses phases d'implémentation.

Les principaux représentants de ce courant de pensée, Davis & al (1997), fondent la théorie de l'intendance sur des bases psychologiques et sociologiques. Ils opposent cette dernière à la théorie de l'agence au sens étroit de la relation principal (actionnaires) – agent (dirigeant) sur le plan de la gouvernance, considérant que « *les coûts d'agence ne constituent pas les seuls facteurs susceptibles d'expliquer l'impossibilité d'atteindre une performance supérieure. Il serait certainement judicieux d'intégrer à l'analyse d'autres éléments comme l'habileté des individus, leur niveau de connaissances, leurs effets d'apprentissage ainsi que leur degré d'information.* » (Trebucq (2003), page 7).

Les principales différences entre les deux théories sont synthétisées dans la figure 6 :

| | Théorie de l'agence | Théorie de l'intendance |
|---------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|
| Individu | Homo economicus | Besoins de réalisation |
| Comportement | Individualisme - Opportunisme | Intérêt général (et de l'organisation) - Coopération - Altruisme |
| Motivation | Extrinsèque - Economique - Sécurité de l'emploi | Intrinsèque - Apprentissage - Réussite - Epanouissement |
| Engagement | Distanciation avec l'organisation | Adhésion au projet organisationnel collectif |
| Mécanismes de gouvernance | Pouvoir institutionnel - Coercition/Récompense | Pouvoir personnel - Respect Compétence/Savoir |
| Lien entre opérationnalité et contrôle | Séparation entre les organes de décision et de gestion | Processus décisionnels et opérationnels joints |
| Objectif | Contrôle des performances | Autonomie - Faciliter, inciter à l'innovation |
| Horizon de performance | Court terme | Long terme |
| Philosophie de gestion / environnement | Surveillance / Environnement stable | Participative - Autocontrôle - Globale / Environnement instable |

Figure 6 : Comparatif synthétique entre les théories de l'agence et de l'intendance – Adaptation de Davis, Schoorman et Donaldson (1997).

La théorie de l'intendance postule l'objectif de maximisation du bien-être social par le service plutôt que par le contrôle des partenaires de la firme (Armstrong (1997)). Autrement dit, le dirigeant 'intendant' est responsable de la coordination des moyens matériels et humains avec une prépondérance donnée aux comportements favorisant l'organisation, la coopération plutôt que l'individualisme et la défection.

Les théories de l'agence et de l'intendance partagent toutefois une analyse centrée sur les comportements d'acteurs précis, les dirigeants et les actionnaires (Trebucq (2003)). La différence primordiale entre les deux théories réside dans la conception philosophique de l'Homme, égoïste pour la théorie de l'agence, humaniste pour la théorie de l'intendance. L'intendance présuppose ainsi une plus grande efficacité de gestion que l'agence dans la mesure où l'intendant se réalise pleinement dans l'accomplissement du développement et de l'amélioration de l'organisation, ses intérêts étant de fait alignés avec l'ensemble des parties prenantes de la firme. Ce postulat une fois établi, le système de gouvernance se doit non plus de contrôler ou de surveiller le comportement du dirigeant mais de lui laisser toute latitude en facilitant son autonomie, son pouvoir et sa capacité d'innovation, tout contrôle étant même improductif car imposant des obstacles à la motivation. La théorie de l'intendance trouve donc ses fondements sur l'apprentissage et l'épanouissement des dirigeants au sein de la firme.

De plus, Davis et al (1997) différencient les formes de pouvoir, les niveaux d'engagement et de motivation entre les deux théories. La théorie de l'agence considère un pouvoir de source organisationnelle et coercitif tandis que l'intendance définit un pouvoir individuel émanant de la personnalité et de la reconnaissance des compétences du dirigeant. Il s'ensuit un engagement plus profond (voire fusionnel) de l'intendant dans la culture d'entreprise et l'atteinte de ses objectifs, le mandataire faisant preuve d'une implication personnelle moindre et d'un éloignement plus prononcé à l'égard de l'entreprise.

Enfin, la motivation du dirigeant dans le cadre de l'agence est de nature extrinsèque (principalement pécuniaire) et de nature intrinsèque (orientée en direction de l'accomplissement de soi) pour la théorie de l'intendance.

Davis et al (1997) ont toutefois conscience de la difficulté pratique d'implémentation d'une telle structure de gestion au regard des réticences des mandants au transfert de leur pouvoir de

contrôle aux mandataires. Les auteurs considèrent l'optimalité de l'intendance sous condition que les parties prenantes s'entendent sur le modèle de gestion participative de l'intendance, toute forme hybride étant vouée à aboutir progressivement vers le modèle de l'agence, les intendants supportant l'opportunisme des actionnaires.

Nous pouvons toutefois considérer la théorie de l'intendance comme inclusive puisqu'elle englobe la théorie de l'agence stricte et s'inscrit dans le courant des théories partenariales de la gouvernance (au même titre que la théorie de l'agence élargie). La critique principale émise à son encontre est qu'elle ne se préoccupe pas du partage de la valeur entre les parties prenantes de l'organisation, et considère plutôt un objectif organisationnel global (Trébuq (2003)).

1.2.4.3. Un changement de paradigme radical : les théories cognitives

Les théories cognitives s'opposent aux théories contractuelles en intégrant de manière plus explicite l'analyse de la création de valeur, au contraire des théories contractuelles de la firme dont l'objet principal était la détermination des mécanismes de gouvernance minimisant les coûts de gouvernement au sens large. Charreaux (2001) distingue les théories cognitives qui considèrent la firme comme un répertoire de connaissances, des théories contractuelles qui établissent la firme comme mode de résolution de problèmes de nature informationnelle.

Autrement dit, selon l'auteur, les théories contractuelles font l'hypothèse que l'ensemble des agents partage un même schéma cognitif (toute information est interprétée de manière identique par les agents), l'émergence d'asymétries informationnelles entre les individus étant source de conflits à résoudre, tandis que les théories cognitives considèrent que les agents possèdent des schémas cognitifs différenciés (une même information peut être interprétée différemment) et s'intéressent au processus de création et d'appropriation de la valeur.

De même que les théories contractuelles, les théories cognitives regroupent un ensemble de courants complémentaires, dont nous présentons les principaux selon Charreaux (2001).

Les théories comportementales pour lesquelles la firme est un nœud politique s'adaptant à son environnement via l'apprentissage organisationnel collectif. Simon (1947), March et Simon (1958) et Cyert et March (1963) en constituent les auteurs fondateurs. Les théories des ressources stratégiques réfèrent à la vision selon laquelle la survie de la firme dépend de l'acquisition et de l'articulation de ressources, capacités et avantage compétitif organisationnels avec un environnement externe variable. Il faut ainsi entendre le concept d'avantage compétitif organisationnel comme la capacité pour l'entreprise de développer et de contrôler des ressources internes ou externes lui procurant un avantage déterminé présent ou à venir. Pour constituer une source d'avantage durable, ces ressources doivent être rares ou spécifiques à la firme et dresser des barrières contre l'imitation, *i.e.* être tacites – basées sur des apprentissages et aptitudes internes – ou socialement complexes – basées sur une organisation interne coordinatrice.

Hart (1995) recense l'importance de nombreuses ressources telles les capacités internes de la firme, des facteurs environnementaux, la différenciation des produits, les coûts de production, les décisions temporelles et le degré d'engagement sur un marché, les compétences cœur de métier et la prise en compte des ressources naturelles – prévention de la pollution, prise en compte de l'ensemble des *stakeholders* et développement durable. Selon cette approche, les firmes ayant une meilleure appréciation stratégique des ressources qu'elles sont capables de mobiliser doivent être plus performantes que les firmes à l'approche conventionnelle de plans stratégiques. La survie de la firme est alors conditionnée au contrôle de ces ressources critiques.

Pour Conner et Prahalad (1996) la théorie de dépendance des ressources est complémentaire à l'approche opportuniste de la théorie des coûts de transaction, et permet d'appréhender la firme comme jonction de schémas cognitifs individuels différents dont la gestion incombe aux mécanismes de gouvernance.

Les théories évolutionnistes réfutent le concept de décision des individus au sein d'un choix préexistant d'opportunités. L'incertitude est la règle, tout système économique pouvant être interprété comme un mécanisme d'adoption - adaptation relativement à son environnement (Alchian (1950)).

Les théories évolutionnistes supposent une rationalité de type procédural ou les compétences et routines organisationnelles sont les réponses quasi-automatiques de l'organisation à une situation quelconque. Partant du postulat qu'en avenir incertain l'objectif de maximisation du profit ne possède pas de sens comme guide pour toute action spécifique individuelle, le critère de survie d'une firme devient plus simplement le profit positif.

En avenir incertain, la réalisation d'un profit positif peut provenir de la capacité de l'environnement à adopter les firmes devenant alors 'les firmes survivantes' ou bien de la capacité des individus à s'adapter à cet environnement. La réintégration du comportement individuel ne souscrit pas au comportement optimal de maximisation car en avenir incertain, *«ni la connaissance parfaite des actions passées ni une complète conscience de l'état actuel des choses ne permettent de distinguer les actions profitables»*, (Alchian (1950), page 218).

Il ressort deux attitudes comportementales non plus optimales mais adaptatives où l'innovation joue un rôle important : l'imitation des actions observables déterminant des réussites passées et la logique de type '*essai et échec*'.

Les apports principaux des théories cognitives résident d'une part dans l'approfondissement de la connaissance de la création de la rente organisationnelle, d'autre part dans la résolution des conflits dépassant les seuls intérêts divergents des parties prenantes mais en intégrant des considérations d'ordre cognitif ou de valeurs, les deux approches pouvant être contradictoires.

| | Mécanismes spécifiques à la firme | Mécanismes non spécifiques |
|---------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Mécanismes intentionnels | Systèmes formels influençant la perception des opportunités, l'apprentissage organisationnel et la coordination cognitive (par exemple : le rôle cognitif du conseil d'administration) | Environnement légal et réglementaire à travers son influence sur les aspects cognitifs |
| Mécanismes spontanés | Les mécanismes informels influençant la perception des opportunités, l'apprentissage organisationnel et la coordination cognitive (par exemple : les aspects cognitifs de la culture d'entreprise) | Les marchés appréhendés à travers leurs dimensions cognitives (échange et acquisition de connaissances) |

Figure 7 : La représentation cognitive du système de gouvernance selon Charreaux (1997).

1.2.4.4. L'interprétation des différentes théories à la lumière de l'approche des jeux

Si l'on suit la description de Thakor (1991) de la théorie des jeux appliquée en finance, les modèles d'agence ainsi que les théories managériales peuvent s'apparenter à des jeux non coopératifs. L'analyse de la relation entre dirigeants et actionnaires fait état de divergences d'intérêts synonymes de jeu à somme nulle, la maximisation de l'utilité d'une des deux parties s'opérant au détriment de l'autre, qui peut être généralisée à toute relation contractuelle.

Inversement, les théories des coûts de transaction et des droits de propriété s'apparentent davantage à des jeux coopératifs dans la mesure où toutes les contreparties ont intérêt à ce que perdure leur relation. Les agents effectuent des actions marquant leur intention d'une coopération future, afin de minimiser les coûts transactionnels (Williamson (1988)) ou permettre une organisation efficace d'une équipe de production (Alchian et Demsetz (1972)).

Mais l'ensemble de ces paradigmes bien que se consacrant à l'analyse de la maximisation de la performance (ou à la minimisation des coûts d'inefficience) reste obscur sur la réalisation

de la rente organisationnelle, même en complexifiant le nombre de parties prenantes à l'entreprise.

Les approches cognitives comblent cette lacune, la firme pouvant s'appréhender comme un jeu à somme non nulle, en raison du potentiel d'innovation créatrice de valeur des parties prenantes. Il s'inscrit une relation de confiance entre les agents qui permet une prise de risque irrationnelle en son absence.

Cette relation bilatérale, et non plus univoque de contrôleur à contrôler est l'élément permettant de faire perdurer la relation. Les théories contractuelles s'inscrivent dans la même mouvance mais de manière moins radicale en privilégiant non plus une vision moniste de la firme (axée sur la relation actionnaires/dirigeant) mais partenariale.

1.2.5. Synthèse des différentes grilles théoriques de la gouvernance

| Théories de la gouvernance | Contractuelles | | Cognitives | Synthétiques |
|-----------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| | Actionnariale | Partenariale | | |
| Théories de la firme Supports | Théories Contractuelles. Principalement théories positive et normative de l'agence. Vision étroite de l'efficacité et de la propriété. | Théories contractuelles (positives ou normatives). Vision généralisée de l'efficacité et de la propriété. | Théorie Comportementale Théorie évolutionniste Théorie de l'apprentissage organisationnel Théorie des ressources et des compétences | Tentatives de synthèse entre théories contractuelles et théories cognitives |
| Aspect privilégié dans la création de valeur | Discipline et Répartition. Réduire les pertes d'efficacité liées aux conflits d'intérêts entre dirigeants et investisseurs financiers. | Discipline et Répartition. Réduire les pertes d'efficacité liées aux conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes | Aspect productif Créer et percevoir de nouvelles Opportunités | Synthèse des dimensions disciplinaires et productives |
| Définition du SG | Ensemble des mécanismes permettant de sécuriser l'investissement financier | Ensemble des mécanismes permettant de pérenniser le noeud de contrats ou d'optimiser la latitude managériale | Ensemble des mécanismes permettant d'avoir le meilleur potentiel de création de valeur par l'apprentissage et l'innovation | Ensemble des mécanismes permettant de pérenniser le noeud de contrats ou d'optimiser la latitude managériale (dimensions répartition et production) |
| Mécanismes de gouvernance | Vision étroite axée sur la discipline permettant de sécuriser l'investissement financier | Vision large axée sur la discipline permettant de pérenniser le noeud de contrat Définition de la latitude managériale optimale | Vision axée sur l'influence des mécanismes en matière d'innovation, d'apprentissage... | Vision synthétique des mécanismes prenant en compte les deux dimensions, production et répartition |
| Objectif de gestion | Maximisation de la valeur actionnariale (critère exogène ou endogène) | Maximisation de la valeur partenariale (critère exogène ou endogène) | Recherche de valeur pour l'entreprise | Recherche de valeur Partenariale |

Figure 8 : Synthèse des différentes grilles théoriques de la gouvernance selon Charreaux (2002).

2. Les origines de la gouvernance

Les pratiques de gouvernance d'entreprise sont indissociables du concept même d'entreprise, dès l'instant que se crée une dissociation entre des parties prenantes, détentrices de droits sur une entreprise, et des mandataires sociaux en charge de mener les opérations de ladite entreprise.

L'histoire économique ne manque d'ailleurs pas d'exemples illustrant de telles situations :

- Commerce lointain et gouvernance d'entreprise marchande

Ce commerce lointain, qu'il soit terrestre (caravanes) ou maritime (navires), constitue le domaine par excellence de la dissociation entre détenteurs de droits et opérateurs. Traditionnellement, en effet, étant donné le temps requis par ces opérations de commerce lointain, des sommes à engager, des risques encourus, le responsable opérationnel de l'expédition n'était en général propriétaire ni de la marchandise convoyée, ni parfois du vecteur utilisé pour son transport.

- Propriétaires fonciers et gouvernance d'entreprise agricole

Nous retrouvons des principes de gouvernance d'entreprise dans la situation classique des relations entre les propriétaires fonciers d'une part, leurs fermiers, intendants, régisseurs et autres agents locaux d'autre part... Ces relations ont fait l'objet de maints règlements et lois, constituant les codes ruraux ; les péripéties de leur mise en œuvre, les conflits inévitables ont donné lieu à une abondante jurisprudence qui fait de la gouvernance d'entreprise agricole la source la plus nourrie des pratiques traditionnelles de la gouvernance d'entreprise.

- Révolutions industrielles et essor de la gouvernance d'entreprise

Les révolutions industrielles successives de la fin du XVIII^{ème} siècle et du XIX^{ème} siècle ont constitué un facteur majeur pour le développement du capitalisme occidental et lui ont donné progressivement les traits qui le caractérisent encore aujourd'hui. Les besoins en capitaux pour faire face aux investissements industriels se sont révélés immenses et ont pu

être satisfaits par la généralisation de ces instruments institutionnels déjà expérimentés au temps du capitalisme marchand : les banques, les sociétés de capitaux, les Bourses de valeurs.

Ces instruments portent en eux les éléments de cette dissociation entre détenteurs de droits patrimoniaux et responsables managériaux, situation constituant le fondement de la problématique de la gouvernance d'entreprise.

Les premières réflexions sur la gouvernance d'entreprise sont apparues aux Etats-Unis dans les années 80 et ont ensuite touché la Grande Bretagne, au début des années 90, pour se généraliser progressivement à l'ensemble des pays dotés des marchés boursiers actifs.

De nombreuses définitions ont été données au gouvernement de l'entreprise. Selon l'OCDE, le gouvernement d'entreprise est la clé de l'efficacité et de la rentabilité. Elle comporte l'établissement d'un ensemble de relations entre l'administration d'une entreprise, sa direction, ses actionnaires, ses auditeurs et ses autres partenaires. Elle offre la structure nécessaire pour déterminer les objectifs de l'entreprise, ainsi que les moyens de les atteindre et de suivre ses activités. Donc, nous pouvons désigner le gouvernement d'entreprise par un débat sur le système par le quel les entreprises sont dirigées et contrôlées. Ce débat est la conséquence de plusieurs travaux ; commençant par Berle et Means (1932) pour arriver à Galbraith (1968) en passant par Burnam (1947). Ces économistes ont mis en évidence la dissociation croissante entre la propriété du capital et l'exercice du pouvoir dans l'entreprise. Cette dissociation commence à se produire dès que la société est introduite en bourse et fait appel à des capitaux anonymes dont les détenteurs ne sont pas directement associés à la gestion de l'entreprise. En effet, dans un environnement rationnel, chaque groupe cherche à maximiser sa propre utilité au détriment de l'autre, ce qui est à l'origine des conflits entre propriétaires et dirigeants.

Il n'en reste pas moins vrai, cependant, que ce même thème fait couler, à présent, beaucoup d'encre et demeure un véritable sujet d'actualité. En effet, depuis 1932, plusieurs chercheurs

et analystes se sont intéressés à l'étude des relations pouvant exister entre les dirigeants et les différentes parties prenantes dans l'entreprise, ce qui a donné lieu à l'émergence de plusieurs conceptions managériales de la firme.

Jensen et Meckling (1976) sont considérés comme étant pionniers puisqu'ils ont été à l'origine d'une nouvelle théorie qu'ils appellent « Théorie de l'agence » traitant, entre autres, des conflits entre actionnaires et dirigeants. Ces conflits naissent du fait que les dirigeants, auxquels est délégué le pouvoir, ne se montrent pas suffisamment confiants et adoptent un comportement opportuniste visant à maximiser leur propre utilité au détriment de celle des actionnaires.

Un certain nombre d'auteurs analysent les différents mécanismes de gouvernement d'entreprise servant à résoudre ces conflits d'intérêts et à assurer un meilleur contrôle des dirigeants. Ces mécanismes consistent à motiver les dirigeants de façon à aligner leurs objectifs sur ceux des actionnaires, à inciter ces derniers ou leurs représentants (le conseil d'administration) à mieux surveiller et orienter la gestion de l'entreprise (Charreaux, 2004).

Parmi ces mécanismes, on trouve notamment le conseil d'administration, la politique de rémunération, la structure de propriété et les droits des actionnaires. Au cours de ces dernières années, ces mécanismes ont fait l'objet de plusieurs débats et critiques. Ainsi, et malgré ses attributions importantes, l'efficacité du conseil d'administration a été mise en cause par Jensen (1993). Il s'agit plus précisément des problèmes d'information, de traitement de l'information, d'objectifs et de dépendance liés à la composition du conseil.

Dans le même cadre d'analyse, le système de rémunération des dirigeants a fait l'objet de nombreuses critiques quant à ses modes de fixation, ses niveaux, ses évolutions et ses relations aux performances de l'entreprise. En effet, le mode de rémunération fixe ne semble pas efficace puisqu'il ne permet pas d'éviter les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. Ces derniers ont toujours tendance à limiter le recours à l'endettement, à accroître

leur prélèvement non pécuniaire et à adopter des projets qui sont de nature à réduire le risque de solvabilité de l'entreprise même s'ils ne sont pas rentables. Il est donc important que des mesures soient prises afin de déterminer au mieux ces montants, d'appliquer davantage de transparence quant aux méthodes de fixation utilisées et aux montants distribués, pour être capables de les justifier ensuite.

3. Les différents systèmes de gouvernement d'entreprise

Nous avons compris dans le paragraphe précédent que le GE peut prendre différentes formes. Cela se manifeste concrètement en ce qui concerne l'application, au niveau national, des pratiques inspirées du modèle anglo-saxon. Du fait de l'ancienneté de la réflexion sur le gouvernement d'entreprise aux Etats-Unis et également en Grande-Bretagne, du fait de l'importance des capitaux anglo-saxons investis en France, les recommandations émises dans ces pays sont souvent considérées comme la référence.

L'étude comparée des différents systèmes nationaux de gouvernance révèle, des différences significatives. La plupart des réflexions opposent les systèmes anglo-saxons (Etats-Unis et Grande Bretagne) aux systèmes allemands et japonais.

Pour distinguer ces deux systèmes, certaines études (Bergöf, 1990; Porter, 1992a; Allen, 1993) se sont basées sur le mode de financement, marchés contre banques. D'autres études (Franks et Mayer, 1992) distinguent les systèmes externes (rôle prédominant des marchés), des systèmes internes (rôle prédominant des comités). Enfin Moerland (1995) oppose les systèmes orientés-marchés à ceux qui sont orientés-réseaux. La différence entre ces différents courants de recherche réside dans la place accordée aux actionnaires et à l'ensemble des « *stakeholders* ».

3.1. Systèmes orientés banques et systèmes orientés marchés

L'analyse de Bergöf (1990) s'appuie sur le modèle explicatif de la structure de financement d'Aghion et Bolton (1992), fondé sur la théorie des contrats incomplets. Cette théorie part de

l'hypothèse d'incomplétude des contrats pour étudier l'allocation des droits de décision résiduels, en fonction de l'état de la nature, favorable ou défavorable.

Bergöf (1990) distingue le système orienté banques du système orienté marchés. Certes, et étant donné que les contrats financiers sont définis relativement aux modalités d'allocation des droits de décision résiduels, Bergöf (1990) met en évidence plusieurs caractéristiques qui distinguent les systèmes orientés-banques de ceux orientés-marchés. D'abord un ratio d'endettement plus élevé. En plus les créanciers sont plus concentrés et plus homogènes alors que les actionnaires sont moins dispersés. Ajoutons que les banques commerciales détiennent en général des proportions importantes du capital des entreprises. Enfin les relations de financement (actions et dettes) sont plus stables et les prises de contrôle sont moins fréquentes.

Dans les systèmes orientés-marchés, l'importance des coûts de contrôle représente un obstacle pour les banques commerciales et les empêche d'exercer une fonction de contrôle (en tant que créancier et/ou actionnaire). Par conséquent ce système est orienté vers les financements de marché repartis entre de nombreux actionnaires et créanciers. De plus et étant donné que le système orienté-marchés, est caractérisé par une forte dispersion du capital, les droits décisionnels sont par conséquent attribués aux dirigeants. Ainsi ce système est caractérisé par une séparation des fonctions de décision et de propriété. Ajoutons que le rôle des investisseurs (actionnaires ou créanciers) est réduit puisqu'ils ne participent pas à la gestion. Enfin il est à noter que les mécanismes de contrôle externes (tels que le marché de prises de contrôle et le marché de travail) jouent un rôle important dans la réduction des conflits d'intérêts induits par la séparation de la propriété et de la décision.

Dans les systèmes orientés-banques, les créanciers (c'est-à-dire principalement les banques commerciales) supportent une part plus importante du risque et détiennent des droits décisionnels assez importants. Ce système permet d'avoir une croissance similaire à celle enregistrée dans les systèmes orientés-marchés, sans avoir recours à une forte dispersion des droits décisionnels. La banque principale (si elle est également actionnaire) et les

investisseurs sont supposés avoir une influence importante sur les décisions des dirigeants ; la séparation propriété-décision est moins prononcée. Si le niveau de performance n'est pas satisfaisant, les conflits sont en priorité résolus de façon interne, par transfert des droits de décision à la banque commerciale (le principal créancier) et éventuellement à un actionnaire important. Ainsi, bien que ce système présente des rigidités puisqu'il ne permet pas aux investisseurs de se désengager facilement, il permet de mieux préserver les relations contractuelles et informelles avec les autres 'stakeholders'. La défection étant plus difficile, ce système privilégie la prise de parole comme mode disciplinaire et les réorganisations sont dans la plupart des cas moins coûteuses.

3.2. Les conséquences sur le système d'allocation du capital et sur la performance

En prenant en considération l'allocation du capital, Porter (1992a) et Allen (1993) opposent également le système orienté-marchés de celui orienté-banques. Pour ce faire, Porter (1992a) étudie les caractéristiques du système américain et du système japonais et allemand. En effet, grâce au rôle important joué par les investisseurs institutionnels qui détiennent plus de 50 % du capital des sociétés américaines, Porter (1992a) montre que le marché des capitaux aux Etats-Unis se caractérise par une forte mobilité du capital et une grande fluidité. Néanmoins ces caractéristiques expliquent en grande partie le déclin relatif de l'économie américaine. Selon Porter (1992a) le comportement *court-termiste* des investisseurs peut être expliqué par le souci de diversification et l'asymétrie informationnelle. Par conséquent ce comportement influence le mode d'évaluation et de gestion des dirigeants.

Inversement, dans le système germano-nippon, les actionnaires dominants (à travers des investissements significatifs et une présence stable), ont pour objectif une performance à long terme. De plus il y a une coopération considérable en particulier entre les fournisseurs et les clients. Enfin les actionnaires dominants (qui sont souvent des banques) sont assez impliqués ce qui les incite à exercer un contrôle étroit (qui est plus efficace s'ils ont recours à des

informations internes) et à influencer considérablement les décisions managériales.

En critiquant l'analyse de Porter (1992a), Allen (1993) étudie les qualités dynamiques de chacun des systèmes évoqués ci-dessus. En effet, le système orienté marchés est plus 'ouvert' que celui orienté-banques et donc il est plus performant dans le financement des activités nouvelles (car il favorise la collecte des informations et la formation d'un consensus sur la valeur à travers la cotation). Ainsi, les marchés financiers incitent à la recherche d'informations et à la surveillance des décisions

De l'autre côté, Allen (1993) considère que le système orienté-banques est plus performant dans les activités traditionnelles en raison des avantages présentés par le financement bancaire pour garantir l'exécution des engagements à long terme de la firme. La défaillance majeure de ce système est la participation limitée des différents acteurs. Cette défaillance est expliquée par les capacités informationnelles limitées pour évaluer les activités nouvelles.

Enfin Allen (1993) conclut que le système orienté-marchés apparaît plus efficace dans la mesure où il suppose que la faiblesse des investissements à long terme de l'économie américaine peut être attribuée à une meilleure évaluation des projets pertinents. La performance supérieure des économies germano-nipponnes ne résulte que de leur pouvoir incitatif vis-à-vis des dirigeants; provisoirement supérieur en raison d'une plus forte croissance, due au retard de ces deux économies par rapport à l'économie américaine.

3.3. L'opposition systèmes externes-marchés contre systèmes internes-comités

En étudiant les fonctions de propriété et de décision dans différents pays, Frank et Mayer (1992) opposent le système anglo-saxon et le système germano-nippon. En effet, trois éléments permettent de différencier ces deux systèmes.

Le système anglo-saxon se caractérise par un grand nombre de sociétés cotées, un marché financier liquide où les droits de propriété et de décision font l'objet de transactions fréquentes et un faible nombre de holdings financiers permettant d'établir de nombreux liens

inter-sociétés. De plus, Frank et Mayer (1992) constatent que le système anglo-saxon s'appuie sur un contrôle externe en ayant recours à trois mécanismes à savoir : le contrôle assuré par les administrateurs externes, des mécanismes incitatifs pour les dirigeants et le marché des prises de contrôle.

Le système germano-nippon (et en particulier le système allemand) privilégie au contraire le contrôle par les comités, en l'occurrence, le conseil de surveillance qui accorderait un large pouvoir discrétionnaire aux dirigeants.

Dans ce cadre, et étant donné que les dirigeants et les employés qui investissent en capital humain spécifique à la firme, ne peuvent offrir ce capital en garantie pour se procurer les fonds nécessaires à l'acquisition des droits de propriété, Frank et Mayer (1992) suggèrent deux solutions pour remédier à ce problème. La première solution consiste à attribuer des droits de propriété aux '*stakeholders*' privilégiés en particulier pour les entreprises qui ont des activités liées. La seconde solution consiste à la mise en place d'une procédure d'évaluation des dirigeants qui s'apparente à l'analyse bancaire lors d'une demande de crédit. Ainsi Frank et Mayer (1992) recommandent la mise en place d'un système de comités afin de résoudre les problèmes de financement rencontrés par les '*stakeholders*' pour accéder à la propriété formelle. Un tel système permet de mieux défendre les intérêts des différents '*stakeholders*', par rapport au système de marché (qui s'intéresse en particulier à la protection des intérêts des actionnaires). Toutefois il est à signaler que le système de marché est préférable dans les activités qui reposent sur une évaluation subjective des projets et pour lesquelles l'évaluation de la qualité des employés et des dirigeants importe peu.

Dans la même lignée, Mayer (1994) introduit des éléments complémentaires afin de comparer le contrôle exercé par le marché financier à travers les prises de contrôle dans les firmes britanniques et les firmes européennes.

Dans le système continental, les entreprises et les banques jouent un rôle important reflété à

travers la concentration de l'actionnariat ce qui entraîne la création de groupes conduisant ainsi à un contrôle plutôt 'interne' (par rapport au secteur d'activité). Inversement, le contrôle de type anglo-saxon se situe à l'extérieur de ce secteur, au sein du système financier dominé par les institutions financières non bancaires telles que les fonds de pension et les compagnies d'assurance vie.

Le mode de contrôle « interne au secteur des entreprises » présente l'avantage d'impliquer un grand nombre de '*stakeholders*' dans la décision et d'être plus consensuel. Le système de contrôle 'externe' qui permet une transmission aisée des droits de propriété, offre une flexibilité importante, facilitant la restructuration de la propriété et la croissance externe. Il favorise le développement des firmes jeunes en forte croissance, les secteurs industriels spéculatifs et les changements de stratégie nécessitant une réallocation des droits de propriété. Néanmoins, le système de contrôle externe présente deux inconvénients. Premièrement, la séparation propriété/décision rend coûteux le financement par fonds propres en raison des coûts de signalisation qu'elle implique. Deuxièmement, la non-considération des intérêts des '*stakeholders*' (autres que les actionnaires) entraîne des déficiences en matière de développement de produits (notamment pour ceux requérant une main d'œuvre qualifiée) et de conquête de nouveaux marchés.

3.4. Systèmes orientés-marchés contre systèmes orientés-réseaux

Moerland (1995) distingue les nations caractérisées par des systèmes orientés-marchés, c'est-à-dire les pays anglo-saxons et celles qui s'appuient sur des systèmes orientés-réseaux qui regroupent les pays germaniques, les pays latins et le Japon.

Les systèmes orientés-marchés sont caractérisés par des marchés financiers développés, la présence de sociétés ouvertes avec un actionnariat dispersé et un marché de prises de contrôle actif. La séparation des fonctions de propriété et de décision, d'une part et celle des actionnaires et des créanciers, d'autre part créent des conflits d'agence caractéristiques de ces

systèmes. Inversement, les systèmes orientés-réseaux se caractérisent par des sociétés fermées, l'appartenance des sociétés à des groupes et un rôle important des banques dans le financement et le contrôle.

En analysant trois principaux mécanismes disciplinaires censés résoudre les conflits actionnaires externes/dirigeants (le marché des prises de contrôle, le contrôle par le conseil d'administration et le marché de travail), Moerland (1995) conclut que le marché des prises de contrôle joue un rôle plus important dans les systèmes orientés-marchés. Toutefois au sein de ce système le conseil d'administration à un rôle disciplinaire modère par rapport au système orienté-réseaux. Enfin le marché de travail offre une image mixte. De plus et bien que la discipline externe soit plus efficace dans le système orienté-marchés, la discipline liée à la mobilité interne est plus forte dans le système orienté-réseaux.

De plus et en analysant le conflit actionnaires/créanciers, Moerland (1995) conclut que la séparation des deux rôles aux Etats-Unis crée des problèmes importants de renégociation en cas de défaillance. Inversement, la confusion des rôles en Allemagne et au Japon aboutit à une initialisation du conflit, qui se résout de façon moins coûteuse.

Enfin et bien que les systèmes soient différents sur plusieurs éléments, chacun présente des avantages propres et des limites. En effet, le système orienté-marchés constitue une menace permanente pour les dirigeants et est par conséquent efficace dans l'allocation des ressources. Néanmoins ce système privilégie le court terme et peut par conséquent impliquer des risques importants de rupture des contrats implicites et peut conduire à une baisse des investissements spécifiques. Enfin le système orienté-marchés peut engendrer des coûts liés à la résistance des dirigeants des firmes-cibles et incite les dirigeants à mettre en œuvre des stratégies de croissance externe pour mieux s'enraciner.

De l'autre côté, Moerland (1995) montre que le système orienté-réseaux présente trois avantages. En premier lieu, le contrôle du dirigeant est plus facile étant donné que les

problèmes liés à l'exercice du contrôle sont moins importants que ceux constatés dans le système orienté-marchés. En deuxième lieu, en cas de défaillance, les coûts de restructuration sont réduits. En troisième lieu, et étant donné que les rôles des actionnaires et des créanciers sont souvent confondus, les coûts liés aux conflits entre ces deux acteurs sont par conséquent faibles. Cependant et comme le système orienté-marchés, ce système a des inconvénients dont nous citons l'enracinement des dirigeants et des employés et l'allocation non efficace des capitaux.

Enfin dans le système orienté-marchés, Moerland (1995) montre que la firme sociétale est conçue comme un instrument dont l'objectif est de maximiser la richesse des actionnaires. Alors que dans le système orienté-réseaux, Moerland (1995) suggère une Vision organique de la firme fondée sur l'idée de la coalition des différents « *stakeholders* ».

| Modèles de gouvernance | |
|-------------------------------------|------------------------------------------------|
| <i>Anglo-saxon</i> | <i>Europe continentale</i> |
| Pouvoir aux mains des dirigeants | Pouvoir aux mains des actionnaires de contrôle |
| Comportement de passager clandestin | Conflits d'intérêts |
| Sur-investissement | Ressources financières limitées |
| Problèmes de contrôle | Transferts monétaires inter-firmes |
| Court-termisme | |

Figure 9 : Comparaison des modèles de gouvernance d'obédience anglo-saxonne et d'Europe continentale – Van Hulle (1997) in Ooghe et de Vuyst (2001).

3.5. Le modèle anglo-saxon

Le modèle anglo-saxon se caractérise par un actionnariat diffus, permettant une grande latitude managériale en raison du comportement de passager clandestin des actionnaires individuels, exacerbé par la liquidité de marchés financiers développés. Les problèmes de contrôle des dirigeants par les actionnaires se traduisent par un sur - investissement, même dans des projets peu rentables, dans l'objectif d'élargissement du pouvoir des dirigeants, et

une vision court - termiste de la performance des dirigeants de par l'évaluation périodique de leurs décisions lors des assemblées d'actionnaires.

3.6. Le modèle d'Europe continentale

Le modèle européen se caractérise par un actionnariat concentré, le contrôle de l'entreprise étant aux mains d'une poignée d'actionnaires importants. La concentration de l'actionnariat peut générer des conflits d'intérêts avec les actionnaires minoritaires, d'autant plus que le contrôle est accru par l'entremise de mécanismes démultiplicateurs du contrôle dont la transparence n'est pas la caractéristique principale. Un inconvénient supplémentaire réside dans l'accès limité aux sources de financement pour raison de maintien du contrôle.

Faccio et Lang (2002) montrent pour 13 pays d'Europe de l'Ouest qu'en moyenne 44,29 % des entreprises sont détenues par un groupe familial, l'émission de classes d'actions à droits de vote différenciés ou encore le contrôle pyramidal étant de surcroît l'apanage des actionnaires importants. Enfin, les transferts monétaires entre firmes d'un même groupe sont usuels et biaisent l'évaluation de la performance réelle des firmes en lissant leurs résultats.

Tableau 1 : Critères de comparaison des systèmes de gouvernance

| Pays | Séparation des pouvoirs (conseil à 2 niveaux) | Comité d'audits | Comité des rémunérations | Comité des nominations | Cumul des mandats | % d'administrateurs étrangers |
|-------------|-------------------------------------------------------------------------|-----------------|--------------------------|------------------------|-------------------------|----------------------------------|
| Etats-Unis | Oui | Oui | Oui | Oui | nc | |
| Allemagne | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Faible (actionnariat germanique) |
| Belgique | Oui | Non | Non | Non | nc | Faible |
| Espagne | nc | Oui | Oui | Oui | nc | Très faible |
| France | Oui (25% des sociétés du CAC40 à directoire et conseil de surveillance) | Oui 73% (*) | Oui 78% (*) | Oui 45% (*) | Oui (pas de limitation) | Faible |
| Italie | Oui | Oui | Oui | Oui | nc | Faible |
| Pays-Bas | Oui | Oui | Oui | Oui | nc | Environ 24% |
| Royaume-Uni | Oui | Oui | Oui | Oui | nc | Faible |
| Suède | Oui | nc | nc | nc | nc | très faible |

Source : Bulletin COB n°338 – septembre 1999

« Oui » signifie que le thème est traité dans les dispositions relatives à la gouvernance d'entreprise du pays concerné

« nc » : non communiqué

(*) : % des sociétés du CAC 40 - Données KPMG, juillet-août 1998

4. La gouvernance d'entreprise en France

Jusqu'à la fin du XXème siècle, nous pouvons affirmer qu'il n'existe pas un modèle français de gouvernance d'entreprise. La nation Française s'est construite depuis des siècles autour de son Etat et la société française est, dans presque toutes ses dimensions (organisation des pouvoirs, système éducatif, santé, culture...) marquée par cette empreinte séculaire. Une évolution sensible a pu être observée durant le dernier tiers du XXème siècle avec l'ouverture grandissante de l'économie française à l'international, et l'édification progressive de l'Union Européenne.

Les systèmes de GE en France n'ont pu être qu'influencés par cet environnement institutionnel et culturel :

- La réglementation concernant les sociétés commerciales et leurs modalités de fonctionnement fait l'objet de nombreux textes, s'imposant à tous (code de commerce, lois, décrets et arrêtés...).
- Les contrôles, qu'ils soient réguliers ou occasionnels, se font au titre d'une composante des Pouvoirs Publics (Direction des Impôts, Direction de la Concurrence, Répression des Fraudes...) et dans le but essentiel de s'assurer d'une conformité à la réglementation en vigueur.
- Les dirigeants des entreprises sont, sauf exception, formés dans les mêmes systèmes de « production des élites » que les cadres publics et, souvent, ont commencé leur carrière au service de l'Etat avant de gagner leur vie dans le secteur privé.
- L'importance du domaine public et parapublic, avec les nationalisations successives (1936, 1945, 1983) notamment dans les secteurs des produits de base, de l'énergie et des transports d'une part, de la banque et de l'assurance d'autre part, a accentué le rôle de l'Etat comme interlocuteur privilégié des dirigeants des entreprises privées.

Le système de gouvernement d'entreprise français, tel qu'il apparaît à la fin des années 1980, donne alors l'image d'un système largement auto-centré, en symbiose avec le système de l'Etat, régulé par un ensemble de règles et de pratiques dans lesquelles les signes de reconnaissance et le lien social sont au moins aussi importants que les facteurs de rationalité mis en œuvre.

4.1. Développement du système de gouvernement d'entreprise

Depuis la fin du XXème siècle et avec l'ouverture grandissante de l'économie française à l'international, et l'édification progressive de l'Union Européenne, une évolution sensible a pu être observée. En effet, le système de gouvernement d'entreprise français inspire ses caractéristiques à partir d'un système autocentré.

Durant les années 1980, un changement va s'opérer, et l'onde de choc américaine à propos du gouvernement d'entreprise va s'étendre progressivement au vieux continent et jusqu'à l'hexagone. L'Etat, qui comme nous venons de le voir occupe une grande place à cette période dans l'économie française, va se désengager de la sphère économique pour financer son déficit budgétaire. Les privatisations qui en découlent vont profiter aux grandes entreprises qui ouvrent leur capital au public : les petits porteurs s'y précipitent (en France ils seront jusqu'à 6,2 millions en 1987).

Le système de retraite par répartition ne permettant pas comme au Royaume-Uni l'explosion des fonds de pension sur la place financière, ce sont donc les banques en France qui font le lien entre l'épargnant et le marché. Comme elles cherchent de nouvelles sources de revenu, elles lancent elles-mêmes des produits de placement sur le marché comparables aux « *mutual funds* » : ce sont les OPCVM et les plans de retraite en actions. Ainsi, l'épargne populaire est captée par les banques puis réinjectée sur le marché boursier. En 1990, la moitié des SICAV européennes sont françaises, ce qui montre que, contrairement à une idée reçue, la révolution de la finance n'est pas un système imposé par les Etats-Unis, et que les français sont

traditionnellement des épargnants en Bourse. Entre 1980 et 1998, la part de l'épargne des ménages en actions passe de 5,6 % à 24 %. Toutes les conditions sont remplies pour que l'explosion des marchés financiers européens reproduise le schéma que nous avons retracé pour les Etats-Unis.

En outre les investisseurs américains investissent bientôt sur les marchés européens de façon massive, et étant donné les montants importants qu'ils gèrent par rapport à la taille réduite de ces marchés, ils y occupent rapidement une place significative. A Paris, ils atteignent 34 % de la capitalisation boursière en 1998. Cela inquiète les dirigeants des entreprises françaises dont la taille est relativement modeste, même si la loi limite la part de capital détenue par des non-résidents ; ces derniers ont toujours la possibilité de s'allier entre eux ou avec des nationaux pour contrôler les entreprises. La parade consiste alors à ouvrir leur capital à leurs propres salariés, ce qui assure un actionariat stable et plutôt docile. Voilà pourquoi, en 2000, 40 % des salariés des entreprises du CAC 40 sont actionnaires de leur société.

Mais comme nous l'avons déjà expliqué pour le Royaume-Uni, ces investisseurs veulent retrouver les pratiques des directions des grandes sociétés qui commencent à s'établir aux Etats-Unis : plus de transparence des informations, plus de contrôle des dirigeants, plus de possibilité d'intervention des actionnaires sur la marche de l'entreprise.

4.2. Les mécanismes de gouvernance

Face à cette nécessaire réforme de la communication financière des entreprises françaises, certaines questions théoriques et pratiques précises sont venues alimenter les débats sur la pratique de cette gouvernance à la Française. Ainsi, se sont posées des questions quant à la qualité du contrôle exercé par le conseil d'administration des sociétés cotées : ont-ils la possibilité d'exercer leur rôle ? De quelle manière peuvent-ils intervenir ? Nous nous proposons ici de revenir sur ces points essentiels de la pratique de la gouvernance à travers d'une part le conseil d'administration, pris comme entité gage de contre-pouvoir et de

surveillance du dirigeant, et d'autre part un mode de contrôle privilégié qui en est issu : celui de la détermination de la juste rémunération du dirigeant.

Il convient avant tout de porter notre regard sur un organe essentiel de la gouvernance de l'entreprise, qui est le conseil d'administration. En effet, il est important de faire fonctionner le plus efficacement possible le point névralgique de l'entreprise. Comment faire en sorte qu'il soit à la fois un lieu de critique et de contre-expertise, et un organe efficace, ouvert au dialogue avec les dirigeants de l'entreprise ? A ce titre, nous passerons en revue d'abord le rôle du conseil, puis nous nous attacherons aux différentes critiques qui peuvent lui être attribuées, avant de l'examiner en tant que mode de contrôle des dirigeants.

(i) Le rôle théorique du conseil d'administration

Quelles que soient la composition ou les modalités d'organisation du conseil d'administration, ce dernier est et doit demeurer une instance collégiale qui représente collectivement l'ensemble des actionnaires et à qui s'impose l'obligation d'agir en toutes circonstances dans l'intérêt social de l'entreprise. A ce titre, en exerçant ses prérogatives légales, le conseil d'administration doit remplir une quadruple mission :

- définir la stratégie de l'entreprise
- désigner les mandataires sociaux chargés de gérer celle-ci dans le cadre de cette stratégie
- contrôler la gestion
- veiller à la qualité de l'information fournie aux actionnaires ainsi qu'aux marchés à travers les comptes ou à l'occasion d'opérations très importantes.

Il convient de s'assurer désormais que le conseil d'administration répond de façon adéquate et exemplaire à ces différentes missions. L'objet de la partie suivante est donc d'identifier les différents thèmes sur lesquels des efforts restent à faire concernant les missions du conseil.

(ii) **Remise en question de l'efficacité et de l'équité du conseil d'administration**

Cet organe majeur du gouvernement des entreprises est en effet au cœur de nombreux débats, concernant notamment les points suivants :

➤ **Composition du conseil**

• *Nomination de nouveaux administrateurs*

Elle est le fruit de la décision du conseil d'administration, et l'assemblée des actionnaires ne fait qu'entériner par son vote la proposition du conseil. De plus, le mécanisme habituel de recrutement des nouveaux administrateurs relève fondamentalement de la cooptation, fondée sur les relations personnelles, la plupart des propositions émanant du président du conseil. Cela conclut donc sur ce point à un rapport de force favorable aux dirigeants.

• *Sélection des administrateurs*

Le processus de sélection des administrateurs et des mandataires sociaux demeure en outre très informel dans la plupart des sociétés, ce qui ne garantit pas que tous les éléments qui concourent à l'équilibre souhaitable de la composition du conseil ont fait l'objet d'une délibération et ont été pris en compte.

• *Question des administrateurs indépendants*

L'administrateur indépendant peut être défini comme une personne qui n'a aucun lien d'intérêt direct ou indirect avec la société ou les sociétés de son groupe et qui peut ainsi être réputé participer en toute objectivité aux travaux du conseil. A ce titre, davantage d'administrateurs indépendants seraient souhaités au sein des conseils. En effet, on constate une surreprésentation de dirigeants exerçant des fonctions exécutives dans l'entreprise, ou bien de personnes ayant un intérêt particulier à leur relation avec celle-ci, comme les actionnaires, les fournisseurs, les clients, ce qui peut fausser l'objectivité des jugements pour les différentes décisions qui sont prises.

Le conseil aura de plus du mal à évaluer les efforts qu'un dirigeant a fourni ainsi que ses capacités si une asymétrie d'information persiste au sein du conseil (information sur les résultats donnée soit par le dirigeant, soit par des administrateurs internes, souvent subordonnés au directeur).

D'ailleurs, une enquête de 2001 réalisée par Heidrick et Struggles International Inc. et publiée dans Les Echos nous renseignait sur le profil moyen d'un conseil d'administration, et nous laissait entrevoir la part relativement faible encore des administrateurs indépendants :

- 40 % de représentants des actionnaires
- 36 % d'administrateurs indépendants
- 11 % d'administrateurs dirigeants
- 7 % de représentants des salariés
- 5 % d'anciens administrateurs dirigeants

- ***Participations croisées***

D'autre part, la faiblesse relative du capitalisme français est à l'origine d'une multiplication des participations croisées. Ce croisement implique souvent, bien que de manière non inéluctable, la détention réciproque de mandats d'administrateurs, chacune des sociétés concernées ayant un représentant du conseil de l'autre société : cette situation suscite des interrogations du marché, et offre aux dirigeants un abri qui les protège de la discipline du marché. De l'extérieur, cela donne l'impression que la masse des dirigeants s'auto-protège en participant les uns les autres aux CA d'autres entreprises cotées. Dans cette mesure, Comment les décisions prises par le CA peuvent-elles être objectives et vierges de toute influence extérieure. On est en mesure de se demander si des contrats tacites du type : « je vote favorablement dans ton conseil pour X mesure, ou je ferme les yeux sur telle ou telle chose, et en échange, lorsque tu assisteras au CA de mon entreprise tu voteras favorablement aux mesures que je proposerai... ».

Nous avons l'exemple en France avec notamment Mr Jean-Louis Beffa (Saint-Gobain), qui siège au Comité de Rémunération de la BNP, de même avec Mr Daniel Bernard (Carrefour) à celui de Saint-Gobain, et Gérard Mestrallet (Suez) qui est administrateur (entre autres) d'Axa.

➤ **Fonctionnement du conseil**

• *Cumul des mandats*

La question du cumul de mandats fait référence au fait que les actionnaires sont en droit de se demander comment le dirigeant de la société dont ils sont actionnaires peut assumer correctement à la fois des fonctions de PDG et d'administrateurs dans d'autres sociétés cotées. En effet, comment un homme peut-il à la fois gérer de manière optimale les intérêts de la société qu'il dirige et être au fait de l'ensemble des éléments d'appréciation d'une bonne gestion pour toutes les autres sociétés dont il est administrateur. Les actionnaires ne seraient-ils pas en droit de demander à leurs administrateurs, censés les représenter et défendre leurs intérêts ainsi que ceux de la société, qu'ils n'exercent qu'un nombre limité de mandats. Rémunérés par le versement de jetons de présence, il serait normal que cette fonction d'administrateur soit un peu plus resserrée et demande notamment un véritable engagement «moral» d'agir efficacement au nom de leurs mandants.

• *Passivité du conseil*

Rappelons ici une critique qui est assez souvent faite au conseil d'administration (CA) et qui découle en grande partie des remarques faites plus haut, celle de la passivité des CA. En effet, il n'est pas rare d'entendre dire que tel ou tel CA n'est autre qu'une chambre d'enregistrement et que le CA n'exerce pas dans les faits ses missions de contrôle des actions managériales. Cette question de la passivité fait référence au problème de l'indépendance des administrateurs, à la présence de participations croisées, à la question du cumul des mandats...

➤ **Gouvernance de l'entreprise**

• *Fonctions de direction et de contrôle*

Le cumul des fonctions de président du conseil et de directeur général assure au président une prépondérance excessive par rapport au conseil. Une structure de direction qui centralise dans les mains d'un même homme les fonctions de président du conseil d'administration et de Directeur Général, revient à confier à une même personne des prérogatives de prise de décision et de contrôle de ces mêmes décisions. Dès lors, on comprend bien où se situe la difficulté : Comment un même homme peut-il être juge et partie, la réalisation des missions de contrôle étant alors forcément empreintes de subjectivité. De plus, de par ce statut de super patron, les autres administrateurs peuvent craindre d'élever la voix et d'oser développer une vision contraire à celle du dirigeant. On voit bien ici, qu'une telle centralisation des pouvoirs n'est pas optimale et ne permet pas aux actionnaires de s'assurer que la gestion sera effectuée conformément à l'intérêt social et au leur, et non dans le but de servir uniquement les objectifs personnels de l'homme fort de la société.

• *Nomination des dirigeants*

Le mode de nomination des chefs d'entreprise dans le système français est également mis à l'index, car la plupart des PDG des grandes entreprises sont issus du secteur public, où ils ont fait leurs armes, et on leur reproche de ne pas connaître assez bien le monde de l'entreprise privée. De la même façon, ils sont souvent issus d'un vivier d'élites, diplômés de l'une des écoles prestigieuses du pays (Polytechnique, Sciences Politiques, HEC, ENA...). Ces différentes critiques afférentes au mode de fonctionnement des conseils d'administration en France ont un enjeu d'autant plus important que cet organe est censé être un mécanisme essentiel du contrôle des dirigeants par les actionnaires. Ainsi, les observations réalisées en général sur le rôle disciplinaire du conseil d'administration semblent révéler en fin de compte une efficacité limitée de cet organe, qui peut recevoir cinq types d'explications :

- Les administrateurs arbitrent entre les gains qu'ils retirent et les coûts induits par leurs fonctions ; il n'est pas sûr que le résultat de cet arbitrage les conduise à exercer un contrôle intensif ;
- Avant de procéder à une révocation, les administrateurs évaluent également les gains et les coûts liés à cette décision, or les coûts organisationnels liés à une révocation de dirigeant sont élevés, d'où la rareté des révocations de dirigeants ;
- Le conseil d'administration comprend des administrateurs internes qui peuvent poursuivre des intérêts divergents de ceux des actionnaires, ou bien des représentants des créanciers ou des salariés ;
- D'autres facteurs disciplinaires interviennent pour déterminer la composition de la rémunération ou le changement des dirigeants ;
- Enfin il faut aussi tenir compte de la stratégie du dirigeant visant à neutraliser la fonction de contrôle du conseil d'administration (enracinement).

Il faut néanmoins signaler que le conseil d'administration et les actionnaires ont deux modes d'actions privilégiés pour la surveillance du dirigeant, qui sont sa rémunération ou son remplacement. Si le dirigeant est jugé inapte, l'option de remplacement s'impose. Concernant l'action incitative par le mode de rémunération, il vaut principalement pour contraindre le dirigeant à appliquer la stratégie définie en accord avec le conseil d'administration. Ce contrôle par la rémunération nécessite au moins de faire le point sur la question de la rémunération des dirigeants, sa composition, sa détermination, ainsi qu'aux débats qui en découlent.

- **La question de la rémunération du dirigeant**

La structure du système de rémunération doit être conçue de telle sorte que le dirigeant gère la société conformément à la stratégie définie par le conseil, et conformément à l'intérêt des actionnaires.

Miller et Scholes (1982) et Smith et Watts (1983) ont réalisé un inventaire des systèmes de rémunération des dirigeants. Trois catégories peuvent être distinguées : les rémunérations indépendantes de la performance réalisée (salaires, retraites et assurance-vie), celles qui sont fonction de la performance, évaluée à partir des cours boursiers (attribution d'actions aux dirigeants et stock-options) et enfin, celles qui dépendent des mesures comptables de la performance (bonus). Chacune de ces formules présente des caractéristiques bien particulières, quant à la motivation et au contrôle des dirigeants.

De plus, selon un rapport récent du Medef, la détermination de la rémunération peut répondre à quelques grands principes :

- « **Equilibre** : l'équilibre entre la rémunération et les performances ; l'équilibre entre l'intérêt des dirigeants et l'intérêt des actionnaires, l'équilibre entre la prise de risque du dirigeant et sa protection juridique (ce qui peut justifier une assurance en responsabilité), l'équilibre entre les pratiques du marché et les attentes de l'opinion.
- **Exhaustivité** : l'examen d'une rémunération ne peut être qu'exhaustif : partie fixe, partie variable (bonus), stock options, jetons de présence, conditions de retraite, indemnité de départ, avantages particuliers... Tous ces éléments doivent être retenus globalement, bien entendu au niveau consolidé, pour arrêter une décision.
- **Marché de référence / Métier** : cette rémunération doit être considérée dans son environnement de métier, son marché de référence. Certaines activités sont plus stables, d'autres sont beaucoup plus dépendantes des personnes qui acceptent de les diriger et des équipes qu'elles peuvent constituer.
- **Cohérence** : la rémunération du dirigeant, mandataire social, doit être pensée de façon cohérente avec celle des autres dirigeants pour conforter la solidarité de l'équipe dirigeante ; elle a de plus un caractère d'exemplarité au sein de l'entreprise et vis-à-vis de la société.

- **Simplicité et stabilité** : les critères de performance sur lesquels s'appuie normalement la partie variable (souvent importante) devraient être simples à établir et à expliquer, stables dans la durée et, compte tenu de la fonction, représentatifs de la réalisation des objectifs d'ensemble de l'entreprise ; il en est de même dans l'établissement et l'octroi des plans de stock-options ».

Ce thème de la rémunération des dirigeants suscite de nombreux débats quant à ses modes de fixation, ses niveaux, ses évolutions et ses relations aux performances de l'entreprise. Les actionnaires méritent à juste titre davantage d'informations quant au mode de fixation et au montant attribué aux dirigeants des sociétés. Une transparence des rémunérations grâce à la publication dans le rapport annuel répondrait à de nombreuses questions et mettrait fin à de nombreuses critiques, mais contribuerait peut être également à alimenter certaines revendications ou autres scandales.

Il est évident que la situation peut amener à des discussions sur ce sujet, avec d'un côté surtout la pression des investisseurs et des actionnaires préoccupés par des rémunérations excessives, et d'un autre côté le sens de la responsabilité des dirigeants eux-mêmes, leur sens éthique, et leur volonté de mériter la confiance qui leur est faite.

Au regard des différents thèmes constituant le débat sur la gouvernance des entreprises, il apparaît que de nombreux facteurs restent à améliorer, d'autant plus que l'influence des investisseurs américains est manifeste, et impose au gouvernement technocratique des grandes sociétés la démocratisation qui se développe dans les pays anglo-saxons. Les critiques portent essentiellement sur l'existence d'un cadre juridique inadapté dont la trop grande permissivité serait susceptible de produire le meilleur ou le pire. Les évolutions du cadre légal se font avec réticence en France, mais elles avancent à travers plusieurs textes de lois ou rapports de comité que nous allons maintenant détailler.

5. Conclusion du chapitre

L'objet de ce chapitre étant à la croisée de la gouvernance d'entreprise et de la microstructure de marché, le cadre d'analyse intègre obligatoirement l'ensemble des acteurs de marchés en général et les investisseurs en particulier.

Dans ce premier chapitre, nous avons présenté le cadre conceptuel de la gouvernance d'entreprise. Il conclut à l'utilisation du corpus des théories contractuelles, plus précisément de la théorie de l'agence positive, comme cadre conceptuel de notre étude.

De plus nous avons passé en revue, successivement, l'environnement d'émergence du concept, ses fondements théoriques, la diversité des systèmes de gouvernance et les caractéristiques de la gouvernance en France (étant donné que le contexte de ce travail de recherche est la France). Cette diversité peut conduire à une évolution du système étudié. Une telle évolution sera étudiée tout au long des chapitres suivants.

Ainsi, nous avons assisté ces dernières années à une évolution du système de gouvernance. En effet, plusieurs codes de bonne conduite ont été publiés durant la dernière décennie. A présent que le cadre théorique est défini, nous nous intéressons dans le chapitre suivant d'étudier le cadre institutionnel de la gouvernance d'entreprise.

Chapitre 2 :

Le cadre institutionnel de la gouvernance d'entreprise

L'ensemble des processus, réglementations, lois et institutions encadrant la création de valeur et influençant la manière dont l'entreprise est dirigée, administrée et contrôlée, est connu désormais sous l'appellation de la gouvernance d'entreprise. Cette notion qui a pour objectif entre autre de veiller à prévenir les conflits d'intérêt entre actionnaires et dirigeants d'entreprise, a pris une importance grandissante avec les différents scandales financiers et boursiers contemporains (Vivendi, Enron, etc.). En effet, les enseignements tirés de ces évènements ont permis de mettre fin au règne de l'autorégulation des marchés. Désormais, dans les esprits des politiques et des acteurs économiques « la main invisible du marché » ne pouvait pleinement jouer son rôle d'affectation efficace des ressources que dans des conditions de transparence et de sécurité qu'ils se devaient d'assurer.

Ainsi, la recherche continue d'une « bonne gouvernance d'entreprise » par les Etats et les partenaires économiques est devenue dès lors un enjeu actuel majeur. Les uns, principalement ceux de l'OCDE se sont attelés à ériger différentes lois tandis que les autres ont établis des codes et des recommandations visant dans chacun des cas à renforcer les pratiques de bonne gouvernance.

Cette section se propose de relever de manière synthétique dans quelles conditions ces différents codes et lois ont émergé et quelles en ont été les particularités.

Au regard des différents thèmes constituant les mécanismes de gouvernement d'entreprise, il apparaît que de nombreux facteurs restent à améliorer. Pour répondre aux critiques adressées à ces mécanismes, plusieurs textes de lois, des codes et des rapports ont vu le jour en France. Il s'agit de l'OCDE en 2004, les deux rapports de Viénot (1995 et 1999), la loi « NRE » (Nouvelles Régulations Economiques) en 2001 et le rapport de Bouton en 2002.

1. Les codes de bonne conduite en matière de gouvernance

1.1. Le rapport de Viénot 1995

Avant d'étudier le rapport Viénot I puis les autres rapports, il est intéressant de s'arrêter sur le graphique suivant pour comprendre l'intérêt ainsi que l'importance qu'ont les codes aujourd'hui au regard d'un sujet tel que la bonne gouvernance.

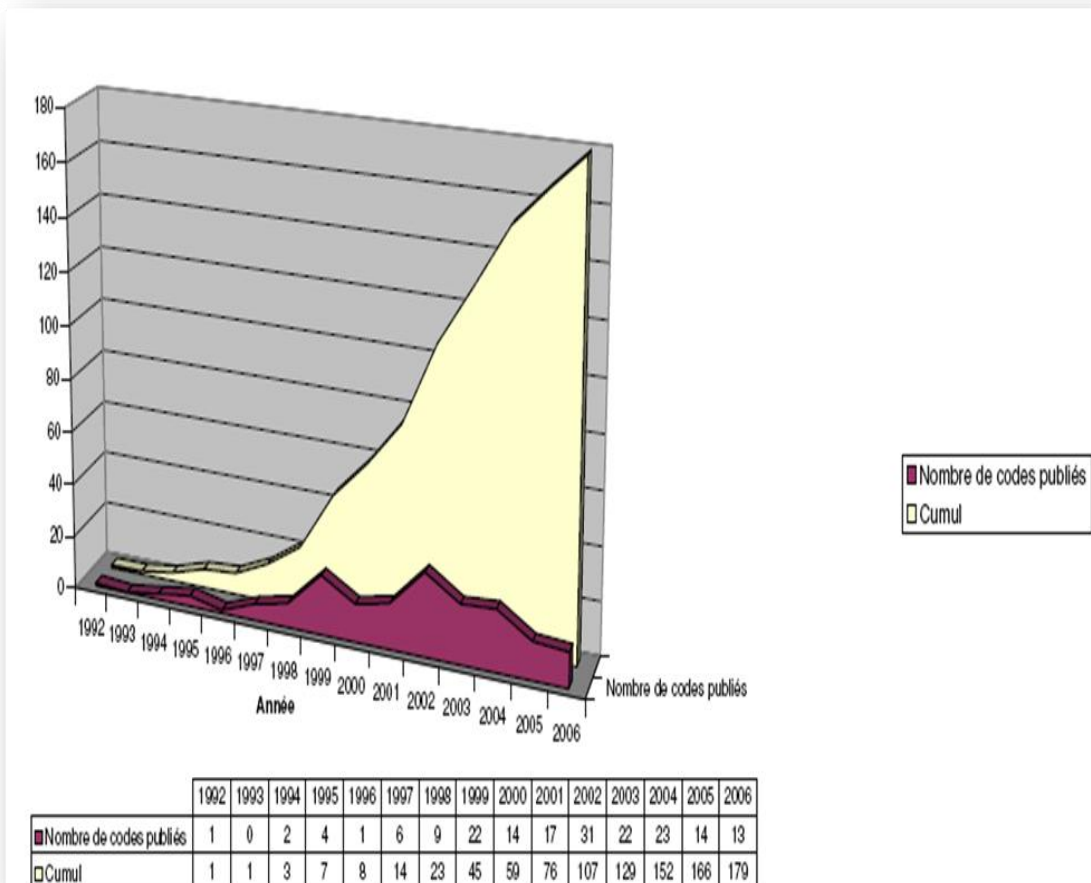


Figure 10 : Les codes de bonne conduite

Le rapport Viénot "le Conseil d'Administration des Sociétés Cotées" publié en juillet 1995 a été mis au point à la demande de l'Association Française des Entreprises Privées (A.F.E.P.) et du Mouvement des Entreprises de France (M.E.D.E.F.) pour les entreprises françaises. Le besoin d'édicter un tel code est venu de la vague de privatisation et de l'ouverture des marchés boursiers aux investisseurs qui n'étaient pas toujours au courant du mode de fonctionnement des organes de gestions des entreprises cotées.

Ce rapport contenait plusieurs propositions sous forme de codes de bonnes conduites sur le conseil d'administration afin d'aider les entreprises françaises à avoir une bonne gouvernance d'entreprise. Ce rapport préconisait par exemple qu'un examen périodique par le conseil de sa composition, de son organisation et de son fonctionnement et suggérait la création de comités spécialisés tel que le comité de rémunérations, le comité de sélection des administrateurs et des mandataires sociaux et le comité d'audit. Ce code donnait un nouveau statut des administrateurs en limitant par exemple le cumul de leurs mandats et la nomination d'au moins deux administrateurs indépendants qui doivent représenter au moins le tiers des membres du Comité des comptes.

Ce rapport était divisé en trois grandes parties qui sont :

➤ **Mission et attribution du conseil d'administration**

- Conseil d'administration et assemblée générale des actionnaires : le conseil d'administration est le garant de la bonne marche de l'entreprise. Il est aussi le garant de la bonne conduite des dirigeants. Il doit veiller aux intérêts des propriétaires et limiter l'espace discrétionnaire des dirigeants. Le comité a examiné la répartition légale des pouvoirs entre l'assemblée générale des actionnaires et le conseil d'administration et n'a pas relevé l'existence de problèmes nécessitant une intervention législative ou de suggestions tendant à le modifier.

- Le conseil d'administration et le marché : Le Comité estime que, dans cet objectif de transparence, le conseil doit rendre public son avis sur les conditions des opérations concernant les titres de la société même quand la réglementation ne l'exige pas.

- Le conseil d'administration et son président : le comité préconise la séparation entre la fonction de président du conseil d'administration et celle de Direction générale.

➤ **La composition du conseil d'administration**

- Les administrateurs indépendants : le rapport Viénot a redéfini le statut des administrateurs indépendants et le rôle qu'ils doivent jouer dans des structures de gestions et de contrôle au sein de l'entreprise. Le comité a donc estimé que le conseil d'administration d'une société cotée doit comporter au moins deux administrateurs indépendants pour une meilleure gouvernance d'entreprise.

- Les représentants de catégories spécifiques : Le comité n'a pas jugé important que soit représenté dans le conseil d'administration des représentants de catégories d'intérêts spécifiques tel que les actionnaires minoritaires... Le comité préconise plutôt la nomination d'administrateurs indépendants qui s'assureraient aussi de veiller sur les minorités.

- Pour la sélection des administrateurs et des mandataires sociaux, le comité estime qu'il doit y avoir au sein de chaque conseil un comité de nomination chargé de la sélection des administrateurs et des mandataires sociaux et de leur remplacement.

➤ **Le fonctionnement du conseil d'administration**

- Le réunion du conseil : le comité ne détermine pas une fréquence à laquelle les réunions doivent être effectuées mais tient à ce qu'il y ait un procès verbal rédigé à la fin de chacune d'elle.

- L'information du conseil et des administrateurs : le comité estime que si un administrateur juge qu'il n'a pas reçu toute les informations nécessaire à l'exercice de ses fonctions est en droit de les réclamer au conseil. Ce qui permettra une meilleure transparence.

- Pour ce qui est de la création de comités spécialisés au sein du conseil, le rapport Viénot recommande au conseil de disposer d'au moins un comité de nomination des administrateurs, d'un comité de rémunération et d'un comité des comptes ou comité d'audit. Ces comités jouent un rôle très important pour le bon fonctionnement du conseil d'administration.

- Le rapport Viénot a certes défini les droits des administrateurs indépendants mais a aussi défini leurs devoirs et obligations envers le conseil, les actionnaires. Le rapport stipulait par exemple : « L'administrateur a l'obligation de faire part au conseil de toute situation de conflit d'intérêts ».

Le rapport Viénot a joué un rôle très important dans le fonctionnement des entreprises cotées en France durant les années qui ont suivi sa publication.

Le comité à l'origine de ces codes ont tenu à signaler que ces codes et normes de bonne conduite n'avaient aucun caractère contraignant et obligatoire. Aucune sanction ne sera infligée aux entreprises qui ne suivent pas ces règles. Ce ne sont pas des lois. Mais recommande vivement tout de même aux entreprises cotées de les appliquer pour avoir un meilleur système de gouvernance.

Mais ce rapport fut révisé quatre années plus tard pour donner le rapport Viénot II qui venait améliorer ces codes et les rendre plus efficace.

Le rapport Viénot I a joué un rôle très important car il a fait partie des premiers rapports officiels de codes de bonne conduite édictés pour améliorer le mode de gestion des entreprises cotées. Les rapports qui lui ont succédé se sont pour la plupart basés sur ce rapport et ont tenté de l'améliorer.

Mais au vu des nombreux scandales qui sont apparus quelques années plus tard, on serait tenté de se demander si ces codes de bonnes conduites sont bien appliqués ou s'ils sont efficaces...

Ce rapport a été établi par un groupe d' «experts» (appartenant au Conseil National du Patronat Français et à l'Association Française des Entreprises Privées), présidé par l'ancien PDG de la Société Générale. Il formule des recommandations afin de permettre aux entreprises françaises cotées en bourse à conserver la confiance des investisseurs. Il comprend trois parties les missions et attributions du CA, la composition du CA et le fonctionnement du CA.

La mission du groupe de travail consiste à s'interroger sur « *l'adaptation aux attentes du marché et aux besoins des entreprises des dispositions de la loi de juillet 1966 relatives au CA ainsi que sur les principes qui doivent constamment inspirer tant les conseils eux-mêmes que chacun des administrateurs des sociétés cotées* », sachant que « *les recommandations qu'il formule lui paraissent s'imposer pour raffermir la confiance des souscripteurs dans les organes sociaux des entreprises dans lesquelles ils sont invités à investir* ».

Les recommandations du groupe d'experts consistent à s'interroger sur les points suivants :

- « - la remise en cause du principe de croisement des administrateurs*
- la limitation du nombre de mandats d'administrateurs à cinq*
- la présence d'administrateurs indépendants*
- la création de comité d'audit, de nomination et de rémunération*
- le droit à l'information du Conseil d'Administration*
- la rédaction d'une charte de l'administrateur*
- l'écartement de la pertinence d'une modification réglementaire*
- la mise en avant de l'intérêt social qui dépasse celui des actionnaires ».*

Par ailleurs, les missions du conseil d'administration sont mieux définies. Selon le rapport, le conseil d'administration doit accomplir quatre missions : « *Il définit la stratégie de l'entreprise, désigne les mandataires sociaux chargés de gérer celle-ci dans le cadre de cette*

stratégie, contrôle la gestion et veille à la qualité de l'information fournie aux actionnaires ainsi qu'aux marchés à travers les comptes ou à l'occasion d'opérations très importantes ».

Toutefois, la question de séparation des fonctions de président du conseil d'administration et le directeur général n'est pas abordée par le rapport. Il estime que la dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général ne paraît pas s'imposer en France, dans la mesure où la loi offre déjà aux entreprises la possibilité d'opter pour une organisation alternative des pouvoirs (forme duale du conseil de surveillance et du directoire) (Godard et Schatt, 2004). Enfin, il faut noter que ce premier rapport n'a pas parlé du thème de la rémunération des dirigeants des sociétés cotées.

Pour répondre aux critiques de certains groupes d'actionnaires, en particulier les représentants des minoritaires et les fonds de pension étrangers, le second rapport va aller plus loin dans ses recommandations.

1.2. Le rapport de Viénot 1999

Le rapport Viénot II a été rédigé suite à de graves dérives et abus qui avaient été constatés dans la gouvernance d'entreprise. Ce rapport qui a été commandé par l'AFEP et le MEDEF a été élaboré par un groupe de travail composé de Présidents de sociétés françaises cotés sur les marchés financiers avec l'assistance de juristes reconnus et ayant des fonctions dans diverses entreprises. Le but principal d'un tel rapport est de présenter différents principes de bon fonctionnement et de transparence qui amélioreront la gestion de l'entreprise et surtout l'image qu'elle peut avoir auprès du public et même des marchés financiers et des investisseurs. Néanmoins, nous devons mettre ce rapport Viénot II en perspective avec le rapport Viénot I. Ce dernier a essuyé de nombreuses critiques car il avait été accueilli avec quelques réserves.

Le rapport Viénot II constitue une forme d'autorégulation. Les milieux professionnels ont eu la volonté de se doter de leurs propres cadres réglementaires, pour encadrer les

comportements en termes de gouvernance d'entreprise. Il est à noter un point primordial, tout comme le rapport Viénot I, ce rapport n'est pas du droit étatique voté par le parlement français, ayant une dimension contraignante. Au contraire ce rapport est qualifié de « *soft Law* ». Cette expression nécessite une explication pour comprendre et analyser la portée du rapport Viénot II. Le terme « *soft Law* » est difficilement traductible en français, nous parlons souvent de « droit mou », de « droit flou », ou encore de « droit flexible » aucun terme n'ayant été adopté de façon large par la doctrine juridique. La « *hard Law* » s'oppose à la « *soft Law* ».

Ainsi le rapport Viénot II tout comme les autres rapports (Viénot I, OCDE, Bouton) peut être considéré comme une règle dont la valeur normative est limitée et cela pour plusieurs raisons. La première étant que les instruments juridiques inclus dans le rapport ne sont pas tous légalement obligatoires et la deuxième raison étant que les dispositions intrinsèques qui sont mis en cause alors même qu'elles figurent dans l'instrument contraignant ne créeront pas d'obligations de droit positif ou alors ne créeront que des obligations très peu contraignantes. Si en 1999, le *MEDEF* ainsi que l'*AFEP* a commandé à nouveau un rapport sur la bonne gouvernance à un comité de recherche présidé par Viénot alors même que ce dernier avait déjà rendu public un rapport (Viénot I) concernant le même sujet, c'est que ce premier rapport ne portait que sur le conseil d'administration des sociétés cotées, tandis que Viénot II élargit le propos au gouvernement des entreprises cotées au sens large. Le rapport Viénot II prône un accroissement de la transparence, une meilleure organisation du travail, une meilleure information que cela soit au niveau des marchés financiers mais aussi tous les types d'investisseurs potentiels (publics ou privés) et enfin une augmentation des évaluations et des contrôles afin que ceux-ci soient plus pertinents et efficaces. Ces changements de pratiques, sont nécessaires, et d'après le rapport Viénot II et les analystes cela doit être effectué au nom

de l'intérêt social. Il s'agit d'une nouveauté par rapport au rapport Viénot I qui distinguait mal l'intérêt social de l'intérêt de l'entreprise.

Le rapport Viénot II définit l'intérêt social comme "l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même, c'est-à-dire de l'entreprise considérée comme un agent économique autonome, poursuivant des fins propres, distinctes notamment de celles de ses actionnaires, de ses salariés, de ses créanciers dont le fisc, de ses fournisseurs et de ses clients, mais qui correspondent à leur intérêt général commun qui est d'assurer la prospérité et la continuité de l'entreprise". Dans cette définition on remarque que tous les *stakeholders*, c'est-à-dire les parties prenantes à l'activité de l'entreprise au niveau de sa gestion et de sa gouvernance sont concernés et trouvent ainsi une place. Il est à noter que le rapport Viénot II prône des changements de comportement plus que de véritables réformes législatives alors même que certaines seraient indispensables comme pour la répartition des pouvoirs au sein de la société. Pourtant au fil des années, le rapport Viénot II qui est venu améliorer le rapport Viénot I a été repris par de nombreux textes législatifs que cela soit pour la loi NRE du 15 mai 2001, qui est une loi de réglementation mais aussi dans la loi de sécurité financière du 1er août 2003, qui est respectivement une loi de régulation. Ces deux lois avec mis en relation trois sujets très présents dans le rapport : le pouvoir, l'information et l'argent alors même que le rapport Viénot I s'y était refusé et le groupe de travail du Rapport Viénot II en avaient longuement discuté

Ainsi nous remarquons, que ce Rapport n'a pas eu d'impact immédiat mais a permis de développer le débat pour qu'enfin nombre de ces idées soient alors reprises au sein même des lois.

1.3. Le rapport Viénot II énonce un certain nombre de recommandations

Le premier objectif est d'améliorer la direction sociale via la structure du Conseil d'administration. Le rapport met l'accent sur le fait qu'au sein du Conseil il doit y avoir des

administrateurs disponibles et indépendants. Pour cela le cumul de mandats est à éviter et il est souhaitable que la durée d'un mandat soit limitée à 4 ans. La question du cumul des mandats a été introduite dans une loi mais de façon maladroite selon l'avis des professionnels et les juristes. En effet la loi Houillon du 29 octobre 2002, modifiée par la Loi de sécurité financière on amené à la rédaction de textes complexe et discutable. En effet, à l'heure actuelle une personne physique peut exercer uniquement 5 mandats d'administrateur (ou de membre du conseil de surveillance) de SA qui ont leur siège en France selon l'article L. 225-21, du Code de commerce.

De plus les administrateurs qualifiés d'indépendants doivent représenter au moins un tiers du CA, du comité des nominations et du comité des comptes. En outre ces administrateurs indépendants doivent aussi être majoritaires au sein du comité des rémunérations. Il est à noter que Les administrateurs indépendants doivent contrôler que les dirigeants respectent bien leurs devoirs et le cas échéant ils se doivent de critiquer la gestion sur le plan certes financier mais aussi sociale.

Ensuite le rapport Viénot II se penche sur le fonctionnement du Conseil d'Administration. Le Conseil doit sans cesse s'interroger sur sa propre capacité à être en concordance avec les attentes des actionnaires de la société en question, pour cela ils doivent analyser à intervalles réguliers la composition du conseil, son fonctionnement ainsi que son organisation. De plus, le rapport Viénot II préconise qu'au moins un tiers de ses membres doivent être des administrateurs indépendants et identifiés comme tels dans le rapport annuel. Une information juste et suffisante doit être donnée aux administrateurs qui en feront la demande. Enfin, la participation des administrateurs aux réunions devra être mentionnée dans le rapport annuel.

Par ailleurs, le rapport Viénot II se prononce sur la question des comités du Conseil d'Administration (comités des rémunérations, et d'audit). S'agissant du comité d'audit, le rapport Viénot II estime qu'il lui appartient de s'assurer de l'indépendance et de l'objectivité

des Commissaires aux Comptes et de présenter chaque année au Conseil d'Administration une communication sur ce sujet.

Le Rapport Viénot octroie la possibilité de dissocier les fonctions de président de celles de directeur général. La séparation des fonctions de Chairman et de CEO avait été préconisée pour la première fois en Royaume-Uni dans le rapport Cadbury. Si cette distinction est, maintenant obligatoire pour les sociétés anonymes en droit anglais, en France, cela implique une réforme de la loi puisqu'en l'état actuel du droit le président est obligatoirement directeur général.

Dans le rapport Viénot II, le groupe de travail responsable de cette question avait souhaité clarifier la question de la répartition des pouvoirs entre le directeur général ou le président directeur général et le conseil d'administration. Certes comme nous avons vu cette clarification a été réalisée. Néanmoins, la question des responsabilités a été laissée en suspend et n'a pas été réexaminée, c'est pourquoi et même avec les modifications apportées par le Rapport Viénot II, les administrateurs continuent à encourir de lourdes responsabilités pénales.

Le deuxième objectif de ce Rapport de 1999, est d'améliorer la transparence. En effet, avec une transparence accrue à tous les niveaux de la gestion et de la gouvernance, les rédacteurs du rapport étaient persuadés qu'il y aurait un impact positif sur l'entreprise et au niveau de l'intérêt social.

Une meilleure transparence passe d'après le Rapport par une publication des rémunérations des dirigeants des sociétés cotées, et notamment des stock-options. Le rapport Viénot II prévoit que les rémunérations (fixes, variables, retraites, stock-option...) soient mentionnées dans un chapitre du rapport annuel des sociétés, mais considère que seul le montant global des rémunérations doit être publié, la publicité des rémunérations individuelles étant jugée inopportune. L'information devra être assez détaillée. A l'inverse, le rapport Viénot II s'était

prononcé en faveur d'une publicité qui ne serait pas individuelle uniquement pour les jetons de présence. Cette frilosité ne s'expliquant pas, il faudra attendre la loi NRE, qui dans un souci de totale transparence imposera dans les sociétés sous forme juridique SA, de transmettre une information individuelle et nominative sur toutes les rémunérations versées aux mandataires sociaux.

Enfin la transparence sera accrue car il est préconisé que les comptes consolidés annuels doivent être rendus publics au plus tard trois mois suivant la clôture de l'exercice et de plus une publicité sera faite lors des différents plans d'options *de souscription ou d'achat d'actions des sociétés cotées*. Un chapitre du rapport annuel doit alors leur être consacré. En outre, la transparence passera aussi par une information plus détaillée concernant les administrateurs. Le rapport annuel des sociétés cotées doit en conséquence contenir des détails relatifs aux administrateurs : le curriculum vitae, le nombre d'actions détenues, les mandats dans d'autres sociétés cotées, etc. Enfin les sociétés cotées doivent publier leurs comptes consolidés annuels le plus vite possible (ex., un mois pour publier les comptes provisoires).

Tel est l'esprit de ce rapport, qui prône des changements de comportement plus que de nouvelles réformes législatives, pourtant on s'est très vite rendu compte qu'elles étaient indispensables pour noter un véritable effet sur le comportement des entreprises en termes de bonne gouvernance.

En 2008, nous pouvons noter que ce rapport, en corrélation avec Viénot I, ont eu un effet positif sur l'organisation des directions mais aussi sur les relations que les dirigeants ont avec les actionnaires. Ce rapport suivi de lois a permis d'instaurer ou de restaurer une confiance. Cette amélioration française est aussi à mettre en perspective avec un contexte international de plus en plus porteur. En effet, que cela soit le FMI ou encore l'OCDE, tous se déclarent en faveur de la mise en place de ces principes de bonne gouvernance d'entreprise.

Pour conclure, un rapport de l'AMF de janvier 2005 fait le constat suivant: les principes de bonne gouvernance d'entreprise sont bien respectés en France ; néanmoins, au niveau du contrôle interne, les rapports sont insuffisamment précis. Il est à noter et comme l'avait préconisé le Rapport Viénot II, l'AMF n'est en possession d'aucun pouvoir pour sanctionner les sociétés qui ne respectent pas ou mal leurs obligations. Les auteurs estiment que le marché le fera.

Afin de compléter le premier rapport et de répondre à un certain nombre de critiques, ce second rapport a essayé d'approfondir certaines recommandations et introduire la question de la transparence sur la rémunération des dirigeants. Ce rapport est composé de trois parties :

- « - la séparation des fonctions de Président et de Directeur Général doit être volontaire*
- l'information sur le gouvernement d'entreprise doit être rendue publique*
- la proportion d'administrateurs indépendants dans les comités doit être au minimum 1/3, et 1/2 dans le comité de rémunération*
- la politique de rémunération de l'équipe dirigeante doit être rendue publique afin d'être lisible ».*

Par ailleurs, le groupe de travail a précisé que le conseil d'administration devait consacrer un chapitre spécifique de son rapport annuel à l'information des actionnaires sur les rémunérations perçues par ses dirigeants et ses administrateurs. Il recommande de préciser la politique de détermination de la rémunération des dirigeants formant l'équipe de direction générale (principes de répartition de la partie fixe et de la partie variable, critères d'assiette de la partie variable, règles d'attribution des bonus ou primes), ainsi que le montant global des rémunérations, et d'indiquer le montant maximum autorisé par l'assemblée générale, et du montant effectivement versé aux membres du conseil d'administration au cours de l'exercice écoulé comparé à celui de l'exercice précédent ; règles de répartition des jetons. Enfin, il recommande la publicité des plans de souscription ou d'achat d'actions des sociétés cotées. Il

considère que toute société cotée ayant attribué des options devrait établir un chapitre y afférent qui trouverait sa place dans la partie du rapport annuel consacrée à la composition et à l'évolution du capital social.

1.4. Rapport Bouton 2002

Le rapport bouton « pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées » a été présenté à la presse le 23/09/2002. Ce rapport présidé par Daniel Bouton, président de la Société Générale, s'est appuyé sur les travaux du comité d'éthique du MEDEF. Il devait examiner et voir comment améliorer la gouvernance des entreprises cotées. Suite aux nombreux scandales qui avaient éclaté aux USA (Enron, Worldcom) et en France (Vivendi, France Télécom), les investisseurs institutionnels avaient besoin d'être rassurés et avoir à nouveau confiance dans les informations divulguées sur les marchés financiers sur la fiabilité des systèmes de contrôle mis en place par les organes de direction. Ce rapport venait donc répondre à ces différents besoins et proposer des normes de comportement aux entreprises cotées qui n'ont cependant pas un aspect contraignant et obligatoire pour les entreprises. Il s'appuyait sur l'éthique, la transparence, et le code monétaire & financier. Il venait en amélioration du rapport Viénot II.

Ce rapport s'articulait en trois parties :

- une partie qui regroupe des normes visant à améliorer les pratiques de gouvernance comme celles concernant le rôle du conseil d'administration et celles concernant le rôle et l'indépendance des administrateurs indépendants
- une deuxième partie qui porte sur l'indépendance des commissaires aux comptes. Le groupe de travail souhaite que la durée du mandat des commissaires au compte soit fixée à 6 ans afin de garantir leur indépendance. Lors de l'échéance de leur mandat le renouvellement doit être supervisé par le Comité des comptes.
- et la dernière partie concerne les informations financières et les normes comptables. En ce sens, les recommandations du groupe de travail portent sur

l'intérêt d'indiquer dans le rapport annuel les procédures internes mises en œuvre pour l'identification et le contrôle des engagements hors bilan, ainsi que pour l'évaluation des risques significatifs de l'entreprise et de développer et clarifier l'information des actionnaires et investisseurs sur les éléments hors bilan et les risques significatifs comme la publication des notations de l'entreprise par les agences de notation financière et les changements intervenus au cours de l'exercice.

Les grandes recommandations du rapport Bouton sont :

- Il préconise une plus grande indépendance du conseil d'administration.
- Il améliore le rapport Viénot II en proposant que les administrateurs indépendants soient constituer à 2/3 par les membres des comités des comptes et non se contenter d'un petit tiers comme préconiser dans le rapport Viénot II.
- Il suggère aussi que le conseil d'administration procède à un audit interne tous les 3 ans. Pour limiter les conflits d'intérêt chez les auditeurs, le groupe présidé par Daniel Bouton préconise qu'il y ait une séparation entre les auditeurs qui auditent et les auditeurs qui conseillent. Enfin, ce rapport préconise des rémunérations plus humble et que le comité de rémunération ne soit pas composé de mandataires sociaux.

Le rapport Bouton a réellement apporté des améliorations dans le mode de fonctionnement des entreprises cotées en France. Le groupe a été satisfait de constater la mise en application dans certaines grandes entreprises cotées du rapport Viénot. Il s'est inspiré du rapport Viénot et a tenté d'y apporter quelques améliorations. Il espère donc que toutes les entreprises cotées appliquent les normes de bonnes gouvernances qu'il préconise.

Mais on reproche au groupe de travail de Daniel Bouton de n'avoir pas examiné la situation des agences de notation financière qui jouent un rôle important entre le marché boursier et les entreprises cotées.

Suite à l'affaire d'Enron aux Etats-Unis en 2002, les patrons français décident de s'interroger à nouveau « sur un certain nombre de principes relatifs au gouvernement d'entreprise ». Le rapport de Bouton Précise que : « *les événements récents et notamment la révélation de pratiques comptables critiquables qui ont affecté des entreprises de taille mondiale, ruiné des actionnaires, des salariés, et conduit à la disparition d'un des tout premiers cabinets d'audit, sont à l'origine d'une grave crise de confiance dans l'essence même de l'économie de marché : la qualité du gouvernement des entreprises et la fiabilité des comptes qui sont le lien entre la réalité de l'entreprise et les actionnaires, institutionnels ou individuels* ». Ainsi « *la nécessité de se pencher à nouveau sur un certain nombre de principes relatifs au gouvernement d'entreprise, à l'information et à la communication financière ainsi qu'à la pertinence des règles comptables est apparue évidente* ».

Le groupe de travail qui a été créé a reçu mission d'examiner les questions suivantes :

- « l'amélioration du fonctionnement des organes de direction des entreprises, en particulier du Comité d'Audit ;
- la pertinence des normes et pratiques comptables ;
- la qualité de l'information et de la communication financière ;
- l'efficacité des contrôles internes et externes (auditeurs et régulateurs), avec notamment l'évaluation annuelle du dirigeant et celle du conseil d'administration ;
- les relations des entreprises avec les différentes catégories d'actionnaires ;
- le rôle et l'indépendance des acteurs de marché (banques, analystes financiers, agence de notation...) ».

1.5. Les principes de l'OCDE 2004

Le gouvernement d'entreprise est l'un des principaux facteurs d'amélioration de l'efficacité des entreprises. Un tel système détermine également la structure par laquelle sont définis les

objectifs d'une entreprise, ainsi que les moyens des les atteindre et d'assurer un suivi des résultats obtenus. Un système de gouvernement d'entreprise de qualité devrait encourager le conseil d'administration et la direction à poursuivre des objectifs conformes aux intérêts de la société et des actionnaires et faciliter un suivi étroit des résultats obtenus afin d'encourager l'entreprise à mieux employer ses ressources. Sous cette optique il convient de présenter les principaux codes de bonnes conduites en matière de gouvernement d'entreprise. Depuis quelques années, nous avons assisté à la publication de très nombreux rapports et codes de bonne conduite en matière de gouvernance d'entreprise. Selon les principes de l'*OCDE* « le régime de gouvernement d'entreprise devrait concourir à la transparence et à l'efficacité des marchés, être compatible avec l'état de droit et clairement définir la répartition des responsabilités entre les instances compétentes en matière de surveillance, de réglementation et d'application des textes ».

1.5.1. Les droits des actionnaires et la transparence de l'information

Un régime de gouvernement d'entreprise doit protéger et faciliter l'exercice des droits et des devoirs des actionnaires. L'évaluation de la bonne pratique en matière de gouvernement d'entreprise passe également par le niveau de facilitation de l'exercice des droits d'actionnaire. En effet, un des droits les plus importants pour les investisseurs et plus particulièrement les actionnaires est le droit de vote. Il s'agit de l'un des instruments les plus efficaces pour promouvoir de bonnes pratiques de gouvernance

En particulier, un droit important pour les actionnaires est de pouvoir ajouter une résolution à l'ordre du jour d'une assemblée générale. Les actionnaires doivent être en mesure de révoquer des membres du conseil d'administration et de participer au processus de désignation et d'élection des candidats. Ils doivent même faire entendre leur voix à propos de la politique de rémunération des dirigeants et des administrateurs de la société, et la composante en actions de cette rémunération doit, le cas échéant, être soumise à leur approbation (Wirtz, 2005).

L'évaluation de la bonne pratique en matière de gouvernement d'entreprise passe également par le niveau de facilitation de l'exercice des droits des actionnaires. Les droits des actionnaires et les relations avec les administrateurs peuvent aussi être interprétés comme une des meilleures améliorations du processus de notation. Ajouter une résolution à l'ordre du jour d'une assemblée générale présente un droit important pour les actionnaires. Il s'agit bien de participer activement à la vie de l'entreprise.

La transparence et la diffusion des informations constituent l'un des piliers d'une bonne gouvernance d'entreprise. Elles font partie des conditions nécessaires pour assurer la confiance des investisseurs. La transparence doit porter aussi bien sur les règles de gouvernement d'entreprise, que sur les données financières, environnementales et sociales. L'accessibilité à l'information et la manière dont celle-ci est présentée déterminent de manière très importante son utilité pour l'investisseur.

L'engagement par une société aux plus grands niveaux de révélation devrait abaisser le coût du capital de l'entreprise (Leuz et Verrecchia, 2000). Un niveau élevé de transparence attire les investisseurs qui veulent savoir où mettre leur investissement et maintenir la confiance du marché (OCDE, 1999). Un élément important de la révélation financière est la condition pour les compagnies énumérées d'éditer un rapport annuel et un rapport sur les cash-flows (marge brute d'autofinancement). Parallèlement, le développement des sites Internet, comme moyen de communication par les sociétés, a créé une plate-forme d'informations facilement accessible pour les investisseurs. Outre la facilité d'accès et la diminution des coûts de part et d'autre (pour les sociétés et les utilisateurs), l'utilisation des sites Internet offre l'avantage de pouvoir fournir des informations en continu.

1.5.2. Le fonctionnement du conseil d'administration

Pour appréhender le conseil d'administration comme un mécanisme du système de gouvernance d'entreprise, il convient de se référer toujours à la théorie de l'agence. En effet,

selon Fama (1980) et Fama et Jensen (1983), le conseil d'administration doit avoir comme mission le contrôle des principaux dirigeants ainsi que de nommer, de rémunérer les dirigeants. Il s'agit d'un mécanisme chargé de représenter les intérêts des actionnaires et qui dispose d'un pouvoir disciplinaire sur les dirigeants.

1.5.2.1. Le rôle du conseil d'administration

Une bonne gouvernance a pour objectif d'accroître la solidité, la viabilité et la compétitivité des entreprises. Le conseil d'administration est responsable des actifs de l'entreprise et son comportement doit viser à ajouter de la valeur à ces actifs en travaillant avec la direction à bâtir une entreprise prospère et à améliorer la valeur pour les actionnaires.

A ce propos, le gouvernement d'entreprise encourage les entreprises à avoir des membres externes dans leur conseil, puisqu'ils le rendent plus indépendant du management et donc plus efficient. Le conseil d'administration doit être indépendant pour pouvoir assumer ses fonctions de gérance et être efficace. Son rôle est d'assurer un contrôle efficace de l'entreprise afin de minimiser le risque et créer de la valeur pour les actionnaires. En effet, face aux scandales qu'ont connus certaines entreprises, le nouveau défi du conseil d'administration consiste à ne pas se contenter de son rôle traditionnel mais il faut renforcer le rôle de contrôle. Il s'agit dans ce cas d'améliorer l'indépendance du conseil d'administration, la transparence et la responsabilité envers les actionnaires et les autres acteurs et l'efficacité à l'atteinte des objectifs (Charreaux 2002).

Le conseil doit remplir certaines fonctions concernant la stratégie de l'entreprise et ses objectifs de résultats. Il s'agit dans bien des cas d'un contrôle plus épisodique compte tenu de la fréquence des réunions du conseil. Les administrateurs n'ont souvent ni le temps, ni la compétence technique pour critiquer la position du management. Aussi le conseil doit être en mesure de porter un jugement objectif et indépendant sur la conduite des affaires de la société. En effet, l'un des droits les plus importants des actionnaires est d'élire les membres du conseil

d'administration, dont la responsabilité est d'assurer la haute direction et la haute surveillance de la société.

Pour cela le conseil d'administration doit fixer les grands paramètres de fonctionnement de l'équipe de direction, définir un cadre de surveillance de la gestion des opportunités et des risques, dans des circonstances bien précises, approuver les grandes décisions impliquant la société, approuver une politique de communication comprenant un cadre pour les relations avec les investisseurs, et une politique régissant la publication de l'information, qui pourrait comporter un mécanisme de surveillance des relations entre la société et les courtiers en valeurs mobilières.

1.5.2.2. La structure du conseil

Un des aspects les plus discutés au niveau de bonnes pratiques de gouvernance est comment structurer convenablement le conseil d'administration. À cet égard, la taille du conseil, la composition du conseil et la structure du conseil sont trois caractéristiques principales fréquemment utilisées dans la recherche académique. La structure du conseil d'administration est principalement décrite par sa taille, le cumul des rôles du chef de direction et du président du conseil et l'indépendance des administrateurs. Ses responsabilités couvrent désormais le respect de l'éthique de l'entreprise et des normes et lois en vigueur, ainsi que la surveillance des systèmes de contrôle interne. Il s'agit de respecter les principes liés à l'indépendance et à l'objectivité du conseil d'administration qui sont donc primordiales pour un investisseur intéressé au succès à long terme d'une société dont il est copropriétaire. Afin de pouvoir assumer sa mission avec objectivité et indépendance, il est important qu'un conseil d'administration comprenne un certain nombre de membres indépendants. Le rôle de ces administrateurs indépendants est particulièrement crucial au sein des comités du conseil (OCDE, 2004). Pour avoir une bonne gouvernance, le règlement intérieur du conseil

d'administration devrait organiser le fonctionnement du conseil sur sa stratégie et sa composition.

1.5.2.3. La dualité

La dualité est indicatrice de la structure du pouvoir dans le conseil d'administration lorsque le manager occupe en même temps le poste de président du conseil d'administration. Dans ce cas, il aura un fort pouvoir dans le choix des administrateurs dans le conseil, dans le processus de planification stratégique et dans la nomination et la révocation des dirigeants dans l'entreprise.

1.5.3. La rémunération des dirigeants

Plusieurs études et recherches ont montré que la détermination de la rémunération des dirigeants reste un sujet des débats au cours de ces dernières années. Le système de rémunération des dirigeants est un exemple typique des relations d'agence. Jensen et Smith (1985) définissent les managers comme des individus qui ont une aversion pour le risque et qui investissent dans des actifs spécifiques à la firme, en l'occurrence, le développement du capital humain de celle-ci. La théorie de l'agence ainsi que les différents codes de bonnes pratiques en matière de gouvernance d'entreprise ont bien mis en avant la question de la politique de rémunération et de ses modes de fixation. Ainsi, Starovic et al (2004) ont montré que la rémunération du dirigeant doit être étroitement liée à la performance de l'entreprise et aussi à l'objectif de la création de la valeur pour les actionnaires. D'ailleurs, elle est présente dans la plupart des codes de bonne conduite de gouvernance. Il s'agit d'un élément interne nécessaire pour défendre efficacement les intérêts des actionnaires.

La structure du système de rémunération doit être conçue de telle sorte que le dirigeant gère la société conformément à la stratégie définie par le conseil, et conformément à l'intérêt des actionnaires. Pour cela, les actionnaires comme les principaux acteurs de la stratégie à moyen terme de l'entreprise, sont devenus plus attentifs à ses modes de fixation, ses niveaux, ses

évolutions et ses relations aux performances de l'entreprise. Elle doit éviter certains excès rencontrés consistant à privilégier exagérément le court terme et aboutissant à dissocier l'intérêt personnel des dirigeants de celui de l'entreprise.

1.5.3.1. La part fixe

Selon le rapport du MEDEF en mai 2003, la part fixe « peut être calibrée différemment selon que le dirigeant, mandataire social, poursuit une carrière sans discontinuité dans l'entreprise, ou qu'il est attiré par l'extérieur ». Ainsi, la rémunération fixe est généralement déterminée relativement à la moyenne de l'industrie pour un poste comportant des responsabilités similaires. On procède généralement à un ajustement en fonction de la taille de l'entreprise mesurée par les revenus ou la capitalisation boursière. Cette partie de la rémunération intervient pour monnayer un savoir, des compétences et une expérience du poste de direction. Le salaire fixe est très important car d'autres composantes de la rémunération globale telles que les primes sont généralement établies en proportion de celui-ci. De même, cette partie de la rémunération permet le maintien du manager au sein de l'organisation pendant les périodes de difficultés (O'Byrne, 1995).

La présence d'un bon salaire de base peut servir comme meilleure motivation des dirigeants pour améliorer la performance de l'entreprise surtout lorsque les stock-options n'existent pas (Johan et al, 2003). Ainsi, cette partie de la rémunération tend à motiver le manager afin de privilégier les intérêts des actionnaires et réorienter les stratégies de l'entreprise vers la maximisation de la richesse des actionnaires (Murphy, 1985).

1.5.3.2. La part variable

La part variable dans la rémunération des dirigeants remet au cœur de la politique de rétribution la notion de création de valeur et de sa mesure. En effet, la mise en place d'une rémunération sous forme de bonus répond à l'objectif d'incitation de la politique de rémunération prise dans sa problématique globale. En fait, en octroyant une part plus ou

moins importante de rémunération indexée sur certains critères de performance, les actionnaires, via les administrateurs et les comités de rémunération, souhaitent inciter les dirigeants à prendre des décisions allant dans le sens de la maximisation de leurs intérêts. La partie variable vise donc à faire converger les intérêts divergents des actionnaires et des dirigeants.

De même, la mise en place d'une politique de rémunération variable liée à la performance de l'entreprise, ou plus précisément à la rémunération des actionnaires, est susceptible de réduire les antagonismes existant entre actionnaires et dirigeants. Ainsi, plusieurs études économétriques (Salle et Liebman, 1998) et (Hewitt, 1994) ont montré que les politiques de la rémunération ont changé dans les quinze dernières années passées dans la mesure où ont prévoient une plus grande part variable du salaire. Dans de nombreuses entreprises la rémunération des dirigeants, la formalisation et la validation des décisions étaient une force motrice. Les analystes financiers sont aussi devenus plus en plus attentifs à ces questions dans leurs évaluations des entreprises.

1.5.3.3. Les stocks options

Les stock-options ou plans d'options sur actions forment des options offrant aux dirigeants la possibilité de souscrire ou d'acheter des actions de leur propre entreprise à un prix fixé d'avance (prix d'exercice) et pendant une période déterminée. Ainsi, en cas d'augmentation de la valeur de l'action pendant la durée du plan, le dirigeant a la possibilité d'acquérir des titres à un prix inférieur à la valeur du moment et réalise un gain soumis à un traitement fiscal favorable. Les entreprises qui utilisent les stock-options pour rémunérer leurs dirigeants, et éventuellement leurs cadres, poursuivent un double objectif : profiter d'une fiscalité avantageuse d'une part, recruter, motiver et garder les meilleurs dirigeants d'autre part.

Selon Mauboussin (2004), les options sont un investissement motivationnel, et comme tout investissement, l'avantage d'une option doit dépasser le coût de capital pour pouvoir créer de

la valeur aux actionnaires. Les entreprises déclarent en général utiliser cet outil au titre de trois avantages principaux : Motiver et inciter les managers à haut potentiel à améliorer les résultats futurs de l'entreprise, attirer et fidéliser les meilleurs éléments et récompenser les performances individuelles.

Eliezer et Shivdasani (2004) ont mené une étude empirique à travers laquelle ils suggèrent que l'utilisation des stock-options comme composante de la rémunération des dirigeants augmente la valeur de la firme. La présence de plans des stock-options est reliée positivement au ratio Market to Book et aux autres mesures comptables de la performance.

Enfin, la rémunération sous forme d'options s'avère plus coûteuse. Elle implique le versement d'une prime de risque aux dirigeants afin de compenser l'aléa sur les revenus. En l'absence de problème de motivation, d'avantage fiscal ou d'asymétrie d'information, la rémunération fixe est donc moins coûteuse pour l'entreprise.

Les stock-options devraient pour cette raison être réservées aux dirigeants et mandataires sociaux dont les choix stratégiques conditionnent la valorisation de la société. Pour les cadres non dirigeants, d'autres formules d'intéressement (compléments de retraites, plan d'épargne entreprise,...) sont mieux adaptées : elles permettent une rémunération fiscalement avantageuse sans imposer aux bénéficiaires un risque supplémentaire qui se traduit forcément par un surcoût de rémunération pour l'entreprise.

1.5.3.4. Primes ou bonus

Cette prime est généralement déterminée en fonction des performances financières de la société. Un plan typique prévoit qu'aucune prime ne sera versée à moins que la performance n'atteigne un certain seuil. Le contrat de travail fixe en général un niveau maximum pour la prime. La marge entre la prime minimum et maximum constitue la zone d'incitation où le montant varie en fonction de la performance. La prime peut être reliée à un éventail de critères financiers comme le niveau ou taux de croissance du bénéfice net, du bénéfice

d'exploitation, de la valeur économique ajoutée, du bénéfice par action et autres critères similaires.

Les primes ou bonus sont généralement considérés comme étant un programme d'intéressement et de motivation à court terme. Cependant ils peuvent être utilisés comme moyen de motivation des dirigeants à long terme. Ainsi, selon Isabelle Mas (2004), Quelle que soit la taille de l'entreprise, les comités d'administration font de plus en plus pression pour que les attributions de bonus soient justifiées et corrélées à des résultats tangibles. Comme le succès d'une entreprise se mesure rarement sur un exercice, les spécialistes en paie patronale ont trouvé de nouveaux types de carottes.

1.5.3.5. Les jetons de présence

Les jetons de présence représentent la rémunération attribuée aux mandataires sociaux, administrateurs, ou membres du conseil de surveillance... Leur montant global annuel est déterminé par les actionnaires lors de l'Assemblée Générale Ordinaire. Cette somme annuelle ne peut pas être soumise à une quelconque clause d'indexation sur des résultats à venir ou sur des critères de performance prédéfinis. Le Conseil d'Administration ou le Conseil de Surveillance détermine ensuite le mode de répartition de ce montant parmi tous les prétendants. Notons que pour cette forme de rémunération, le rapport Viénot I recommande que le mode de répartition retenu soit celui de la présence des individus lors des séances du conseil d'administration...

1.5.3.6. Les avantages en nature

Les avantages en nature sont constitués de l'ensemble des prestations dont peuvent bénéficier les dirigeants à titre gratuit. On retiendra par exemple :

- les logements de fonction
- véhicules de fonction, avec ou sans chauffeur
- la prise en charge de certains soins médicaux

- la prise en charge des frais de scolarité des enfants
- les cotisations d'assurance versées afin de couvrir la perte de revenu occasionnée par la cessation d'activité du dirigeant. Ce type de contrat autorise le dirigeant qui n'est pas lié par un contrat de travail avec l'entreprise à recevoir après la cessation de ses activités une rente pouvant être de l'ordre de 70 % de la rémunération perçue et ce pendant deux ans.

1.5.4. La structure de propriété

La structure de propriété est un élément clé du gouvernement d'entreprise d'une société. En effet, la structure du capital, dont dépendent certains droits fondamentaux des actionnaires comme le droit de vote, a une incidence directe sur l'exercice du pouvoir dans l'entreprise et sur les possibilités de prise de contrôle. Cette pratique de gouvernance d'entreprise constitue le levier de gouvernance le plus important dans l'entreprise dans la mesure qu'elle permet une meilleure synthèse de chaque fraction de capital détenue par les administrateurs, les dirigeants et les investisseurs institutionnels et qui influencent largement la qualité de gouvernance de l'entreprise et donc sa valeur.

Au cours des cinquante dernières années, la structure de l'actionnariat a été profondément modifiée pour reposer aujourd'hui essentiellement sur l'existence d'investisseurs institutionnels (Sociétés d'assurances, Caisse des dépôts et consignations, banques, Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières, Fonds de pension, Caisses de retraite).

Les investisseurs institutionnels sont les acteurs qui détiennent aujourd'hui la fraction la plus élevée des titres cotés sur les marchés financiers. Par exemple aux États-Unis l'investissement institutionnel croît de 6,1 % en 1950 à plus de 50 % en 2002. Les actifs détenus par les investisseurs institutionnels ont aussi augmenté dans plusieurs marchés. Par exemple, le total des actifs détenus par les investisseurs institutionnels dans l'Union Européenne croît de plus de 150 % entre 1992 et 1999.

1.5.5. Les comités

Le point clé de la réforme réside dans le fait que le conseil, dont les responsabilités n'étaient pas clairement définies, va avoir la responsabilité suprême de la vie de l'entreprise. Il lui appartient désormais de veiller à l'efficacité du système de contrôle interne, de choisir révoquer les membres du management et de les évaluer pour décider de leur rémunération, de surveiller le déroulement des affaires et de revoir les stratégies et les actes de gestion, suivre et gérer les conflits d'intérêts pouvant survenir entre les divers partenaires. Ainsi, pour accomplir sa mission, le conseil doit créer, dans les grandes sociétés, au moins trois comités :

- Le comité d'audit qui est le comité le plus important ;
- Un comité qui va proposer les rémunérations que doivent recevoir les membres des conseils et ceux du dirigeant ;
- Un comité qui va proposer les personnes pouvant siéger en son sein, compte tenu de leur utilité pour la société.

Ces directives, prévoyant particulièrement la création de comités au sein des conseils d'administration, sont édictées en premier lieu par la SEC (*Security Exchange Commission*). Ensuite la COB (*Commission des Opérations de Bourse*) a pu mettre en place les principes concernant ces comités. En effet, les comités les plus fréquemment évoqués concernent des domaines où les conflits d'intérêt sont *a priori* les plus sensibles, à savoir l'audit des comptes, la rémunération et la nomination des dirigeants (Wirtz, 2005)

1.5.5.1. Le comité d'audit

L'émergence des comités d'audit remonte aux années 70 aux Etats-Unis. Leur institution s'est aussi généralisée dans plusieurs pays sous l'effet des organes de contrôle des bourses des valeurs mobilières. Certes la mise en place d'un tel comité s'inscrit parfaitement dans la perspective d'indépendance des administrateurs qui tend à résorber le déficit d'information qui est celui des actionnaires. En conséquence, l'efficacité d'un tel comité réside dans sa

composition et ses missions. Dans ce contexte, le rapport de VIÉNOT a recommandé la mise en place d'un comité d'audit au sein de l'entreprise. En effet, l'existence d'un comité d'audit dans l'entreprise est considérée comme une bonne pratique de gouvernance. Selon le même rapport et les organismes de contrôle des marchés boursiers, les administrateurs indépendants doivent représenter au moins un tiers des membres du comité d'audit. En outre, la majorité des membres ne doit pas avoir de liens familiaux ou financiers avec les dirigeants.

Quant à ses missions, un tel comité était chargé d'examiner les comptes et les états financiers, de suivre les relations avec les auditeurs internes et externes, de veiller aux procédures de contrôle interne : donc son objectif est de veiller à la clarté et à la sincérité des comptes puisqu'il est une pièce maîtresse de la qualité de l'information financière. Il doit être en mesure d'exercer pleinement sa mission d'examen des comptes. En effet, les délais d'examen des comptes doivent être suffisants afin que le conseil procède à l'examen. L'existence d'un comité d'audit permet de délimiter le pouvoir discrétionnaire du dirigeant (Gomez 2003). Le comité d'audit exerce l'une des activités principales, soit la supervision et le contrôle de la présentation des états financiers, par l'intermédiaire de ce comité. Il est de loin le comité le plus populaire au sein des conseils d'administration.

1.5.5.2. Le comité des nominations

L'idée qui préside la mise en place de tels comités est que des personnalités indépendantes et ayant la compétence requise doivent être sélectionnées pour assurer des fonctions de dirigeants et ce indépendamment de la direction en place. Le conseil d'administration devrait toujours comporter un comité des nominations, qui peut être ou non distinct du comité des rémunérations et auquel est associé le président en exercice. Ce comité joue un rôle essentiel pour l'avenir de l'entreprise puisqu'il est en charge de la préparation de la composition future des instances dirigeantes. Il a en général trois fonctions principales. D'abord, il sert de

conscience au président lorsqu'il choisit des amis. Ensuite, il offre des alternatives. Enfin il améliore le processus de sélection.

En définitive, malgré ses attributs importants, l'efficacité est, selon Jensen (1993), mise en cause pour différentes raisons :

- Des problèmes d'informations dus au fait que les membres du conseil d'administration tirent principalement leurs informations du directeur général et des directeurs ;
- Des problèmes de traitement de l'information dont l'origine est le choix des administrateurs qui se base sur des critères différents de leur expertise ;
- Des problèmes de dépendance liés à la composition du conseil ;
- Le président du conseil d'administration est également souvent le directeur général ;
- Les administrateurs internes sont souvent à un niveau hiérarchique inférieur dans l'entreprise à celui du président du conseil d'administration.

1.5.5.3. Le comité des rémunérations

Au cours des dernières années, la rémunération des responsables opérationnels de haut niveau a attiré l'intérêt du public aux Etats-Unis comme en France, particulièrement lorsque les augmentations de salaires ne correspondaient pas avec des augmentations de bénéfices pour l'entreprise. La pression s'est accrue pour déterminer une manière plus objective de fixer les émoluments des administrateurs opérationnels, attendu que les intérêts personnels ne sont pas nécessairement les mêmes que ceux des actionnaires et que le conseil d'administration doit concilier les deux. La solution semble de plus en plus reposer sur l'existence des comités de rémunération formés par les administrateurs non opérationnels, sur qui l'on peut compter pour avoir une opinion objective sur les intérêts en présence. C'est ce que recommandaient les différents codes en matière de gouvernance. Cela peut constituer une avancée, mais le comité

a une tâche difficile. En effet, il est en charge en premier lieu des salaires, des divers avantages annexes et des stocks options des principaux dirigeants. En second lieu, ce comité propose la rémunération des membres du conseil et en particulier celle du président dont la présence est systématique au sein du conseil.

Le Comité des rémunérations joue un rôle très important dans le fonctionnement du conseil d'administration. Le Comité ne doit comporter aucun mandataire social et doit être composé majoritairement d'administrateurs indépendants. Leur mission est de contrôler la politique de rémunération de l'entreprise. En effet, le comité des rémunérations doit procéder à la définition des règles de fixation de la part variable, en veillant à la cohérence de ces règles avec l'évaluation faite annuellement des performances des mandataires sociaux et avec la stratégie à moyen terme de l'entreprise (AFEP et MEDEF 2003). En d'autres termes, le rôle de ce comité consiste à évaluer les régimes de rémunération afin de déterminer s'ils sont bien structurés de façon à optimiser la rentabilité pour les actionnaires et si les primes correspondent au rendement.

La rémunération des dirigeants en particulier dans les sociétés cotées a été traitée dans le rapport Viénot (1999). Certes, le comité des rémunérations, en France, doit établir un chapitre du rapport annuel de la société qui sera consacré à la publicité des rémunérations des dirigeants et des plans d'options. En effet, ce chapitre doit exposer :

- La politique de détermination des rémunérations « des dirigeants formants l'équipe de direction générale » et ses différentes modalités ;
- Le montant « global » des rémunérations de toutes natures de ces dirigeants ventilés entre partie fixe et partie variable ;
- Le montant global et individuel des jetons de présence versés aux administrateurs, leur clé de répartition, les règles de perception des jetons de présence alloués à la direction générale.

2. Les lois de la bonne gouvernance

2.1. La loi N.R.E 2001

En mai 2001, la loi sur « Les Nouvelles Régulations Economiques » est votée. Elle a rendu obligatoire quelques propositions et recommandations des deux rapports de Viénot. Les principales recommandations de cette loi portent sur la dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et du directeur général, la limitation du cumul des mandats, la transparence et les droits des actionnaires.

En premier temps, cette loi a introduit la possibilité de dissocier les fonctions de président du conseil et le directeur général pour les sociétés anonymes à conseil d'administration.

«Art. L. 225-51-1. - La direction générale de la société est assumée, sous sa responsabilité, soit par le président du conseil d'administration, soit par une autre personne physique nommée par le conseil d'administration et portant le titre de directeur général. »

«Dans les conditions définies par les statuts, le conseil d'administration choisit entre les deux modalités d'exercice de la direction générale visées au premier alinéa. Les actionnaires et les tiers sont informés de ce choix dans des conditions définies par décret en Conseil d'Etat.»

«Lorsque la direction générale de la société est assumée par le président du conseil d'administration, les dispositions de la présente sous-section relatives au directeur général lui sont applicables.»

«Ensuite, il appartiendra au conseil d'administration, conformément à l'article L. 225-51-1 du code de commerce, de choisir entre ces deux modalités d'exercice de la direction générale.»

Deuxièmement, cette loi définit mieux le rôle du conseil d'administration en précisant que «le conseil détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société

et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent». Ainsi, la nouvelle loi réorganise les missions du conseil en les recentrant sur sa fonction de contrôle, tout en lui confiant la responsabilité de déterminer les orientations stratégiques de la conduite de l'entreprise.

2.2. La loi sur la sécurité financière

La loi sur la sécurité financière 2004 est revenue sur la question de la publication du montant des rémunérations des dirigeants. En effet, cette loi introduit une autre obligation celle de contraindre le président du conseil d'administration ou de surveillance de rendre compte devant les actionnaires, dans un rapport joint au rapport annuel et au rapport des comptes consolidés, des conditions d'organisation et de préparation des travaux du conseil et des procédures de contrôle interne.

Ce projet de loi sur la sécurité financière, présenté au Parlement au printemps 2003, concerne par ailleurs, trois autres volets de la vie financière des entreprises :

- le renforcement des autorités de contrôle avec notamment la création de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) par la fusion de la COB, du CMF, et du conseil de discipline de la gestion financière ;
- l'encadrement des activités de démarchage commercial en matière financière ;
- le renforcement du contrôle des professions d'audit, notamment en interdisant les activités parallèles de conseil et en créant un haut conseil du commissariat aux comptes.
- la transparence des entreprises, avec l'obligation pour le président du conseil d'administration (ou de surveillance) de rendre compte aux actionnaires, dans un rapport joint au rapport annuel et au rapport sur les comptes consolidés, des conditions d'organisation et de préparation des travaux du conseil et des procédures de contrôle interne.

3. Conclusion du chapitre

L'examen des différents codes et lois de bonne conduite en matière de gouvernance nous amène à conclure que la plupart des recommandations visent à améliorer les systèmes de contrôle des entreprises. Quel que soit l'apport sur la gestion de l'entreprise, cette dernière a à sa disposition plusieurs moyens d'incitation et de contrôle. Il s'agit, de renforcer l'indépendance des conseils d'administration et de ses comités, la structure de propriété et les droits des actionnaires.

Il convient de signaler que ces principes ont un caractère évolutif et sont appelés à être revus en fonction des changements importants du contexte général. Pour rester compétitive dans un monde en constante évolution, les entreprises doivent être en mesure d'innover et d'adapter leurs pratiques de gouvernement d'entreprise afin de pouvoir relever les nouveaux défis et saisir les nouvelles perspectives qui s'offrent à elles. Dans ce cadre les agences de notation ont pris conscience de l'importance des codes de bonne conduite en gouvernance d'entreprise. Elles se sont penchées sur la recherche des standards de gouvernance dont le but est le respect des droits des investisseurs, le bon fonctionnement du conseil d'administration et de ses comités, l'amélioration de la divulgation d'information...

Ainsi, la notation du gouvernement d'entreprise est devenue une pratique de plus en plus courante soit à travers des services de notations spécialisés (GMI, ISS...) ou avec l'intégration du système de gouvernement d'entreprise dans la notation financière (S&P, Moody's et Fitch). Dans cet esprit, plusieurs organismes ont commencé à intégrer la qualité du gouvernement d'entreprise dans leur processus d'évaluation du risque de crédit. Dans le chapitre 3, nous présentons les méthodologies des principales agences de notation en distinguant les agences qui privilégient la vision des créanciers de celles qui adoptent le point de vue des actionnaires.

Chapitre 3 : Les méthodologies de notation en matière de gouvernance d'entreprise

Depuis l'émergence du gouvernement d'entreprise dans les années 90, les méthodologies de notation de la qualité des systèmes de gouvernement d'entreprise ont pour objectif d'estimer la prime de risque spécifique s'y rattachant⁴. Les acteurs traditionnels de la notation, agences de rating, banques, ont de fait intégré dans leur méthodologie des critères de « bonne gouvernance ». En parallèle, des cabinets spécialisés en rating de gouvernance ont développé d'autres méthodologies centrées exclusivement sur les pratiques de bonne gouvernance.

Toutefois, l'approche du risque lié à la qualité du système de gouvernance dépend de la nature du financement, par dettes ou par actions. Dans le premier cas, la position du créancier financier, analysée plus particulièrement par les agences de rating ou de scoring, est affectée par la nature des activités de l'entreprise et la position des actionnaires. Dans le second, la position de l'actionnaire dépend également de l'activité de l'entreprise, mais par symétrie, de celle du créancier financier.

L'influence du système de gouvernement d'entreprise, et l'estimation de la prime de risque, ne peuvent donc être envisagée de la même manière dans ces deux cas. Pour autant, deux

⁴ L'actionnaire valorise positivement la gouvernance d'entreprise. Selon McKinsey (2002) les investisseurs institutionnels sont prêts à payer une prime de 12 à 14 % pour les entreprises qui adoptent les meilleures pratiques de gouvernance. D'autres études ont montré que la valeur est corrélée à l'indépendance du conseil, à la séparation entre le président et le CEO, à la structure du conseil, à la nature de la rémunération des dirigeants, au cumul des mandats...

De son côté, le créancier s'intéresse également à la gouvernance d'entreprise. Ashbaugh, Collins, LaFond (2004) montrent que la notation est inversement proportionnelle au nombre d'actionnaires possédant au moins 5 % du capital et à la puissance du *CEO* au sein du conseil, et positivement proportionnelle à la faiblesse du droit des actionnaires en cas d'OPA, au degré de transparence financière et à l'indépendance et l'expertise du conseil d'administration.

difficultés majeures rendent les différentes méthodologies actuelles ambiguës. La première tient à la nouveauté de la thématique elle-même. Les débats sur les bonnes pratiques sont ainsi encore vifs, ce que reflètent les publications des différents rapports sur le sujet. Par ailleurs, l'établissement d'un lien clair entre certaines pratiques et la position, soit de l'actionnaire, soit du créancier financier, est encore plus délicat, et d'autant plus si l'on considère les financements hybrides.

L'objet de ce chapitre est donc de clarifier le positionnement des méthodologies sur la gouvernance. Plus précisément, nous souhaitons mettre en évidence les facteurs de convergence et de divergence de ses méthodologies. L'objectif paraît ainsi en premier lieu plutôt de nature exploratoire. Nous présenterons les méthodologies de notation des principales agences de notation qui privilégient la vision des créanciers et celles qui adoptent le point de vue des actionnaires. Nous examinerons les différents critères utilisés dans leurs systèmes de notation.

1. Les agences de notation vision des créanciers

Dans une période de marchés volatils et incertains, comme indiqués par les échecs d'entreprises récents, les investisseurs institutionnels les plus exigeants cherchent à placer leurs fonds dans les compagnies bien gouvernées. Les trois grandes agences de notation financière (S&P, Fitch, Moody's) ont témoigné, ces dernières années, un intérêt à intégrer la qualité du gouvernement d'entreprise dans leur processus de notation du risque de crédit.

1.1. Les critères de rating de Standard & Poor's (S&P)

Standard & Poor's a été l'une des premières agences à s'intéresser à l'évaluation de la qualité des systèmes de gouvernement d'entreprise (SGE par la suite) en développant un service de notation spécifique. En 2002, en ce sens, S&P⁵ a été amené à prendre en compte de manière négative dans l'attribution de la note de certaines entreprises des éléments comme :

⁵ "The evolving role of Corporate Governance in credit rating analysis", Standard and Poor's, October 10, 2002

- une utilisation de ressources à des fins personnelles ou étrangères à l'entreprise par un groupe d'actionnaires dominant ;
- des rémunérations de dirigeants non maîtrisées ;
- des systèmes de primes qui compromettent la stabilité à long terme de l'entreprise pour encourager des profits à court terme ;
- un contrôle insuffisant de l'intégrité de l'information comptable ayant pour conséquence une augmentation de la dette et du risque de liquidité.

Dans cet esprit et pour l'agence, les dirigeants comme les conseils d'administration doivent prendre conscience de l'impact significatif du SGE dans la perception qu'ont les marchés de la capacité de l'entreprise à créer de la valeur. Plus précisément, la notation apporte des informations importantes aux investisseurs sur la flexibilité de l'entreprise, la capacité à générer dans le futur des cash-flows suffisants, la crédibilité du management ; ce qui conduit finalement à réduire l'asymétrie d'information entre les prêteurs et l'entreprise.

Chez S&P, la notation du SGE est également un produit séparé, vendu aux entreprises indépendamment de la notation crédit classique. Selon George Dallas (2004), le président de S&P, « *les analystes travaillant sur l'évaluation du risque crédit peuvent choisir d'utiliser les rapports que nous publions s'ils le souhaitent, mais le gouvernement d'entreprise n'est pas un passage obligé dans la notation de la dette* ». En effet, la notation du SGE relève plus d'une diversification d'activités que d'une amélioration des procédures de notation financière existantes.

S&P compte parmi les premiers organismes ayant calculé un score de gouvernance d'entreprise, dont l'indice est fondé sur la transparence et la bonne divulgation des informations. C'est cette méthodologie que nous analysons ici pour comprendre la vision de l'agence sur le gouvernement d'entreprise. Le « *Corporate Governance Score* »⁶ exprime

⁶ «Standard and Poor's Corporate Governance Scores : criteria, methodology and definitions», July 2001

l'opinion de l'agence sur les principes de gouvernance adoptés par l'entreprise, et plus précisément sur la façon dont ils sont appliqués. Ces principes couvrent les interactions pouvant exister entre le management, le conseil d'administration et les partenaires financiers (les actionnaires et les créanciers). Le score est le résultat d'un calcul fondé sur une analyse détaillée des rapports de gestion et d'autres documents de la compagnie, plus, comme dans les méthodologies classiques de notation, des entretiens avec des dirigeants de l'entreprise. Le score repose sur une échelle de 1 à 10, du score le plus faible CGS-1 au score le plus élevé CGS-10. S&P analyse quatre éléments de la gouvernance de l'entreprise (Standard & Poor's, 2001 ; Bradley, 2004) (tableau 2) :

- **la structure de la propriété** : il s'agit de comprendre la composition de l'actionnariat et son influence sur la direction de l'entreprise d'une part, et les interactions qui peuvent exister entre les filiales et d'autres entités liées (prix de transfert, subventions, avances ...), d'autre part.
- **Les relations et les droits des parties prenantes de l'entreprise** : ce thème doit être évalué en tenant compte de sa relation avec le système juridique du pays dans lequel opère l'entreprise. Ces réglementations doivent remplir, en premier lieu, les droits qui protègent les actionnaires et les créanciers. Dans un pays à mauvais système juridique, le CGS détermine à quel point une compagnie adopte ou excède les bonnes pratiques en matière de gouvernement d'entreprise.
- **La transparence financière et la divulgation de l'information** : il s'agit de divulguer les informations sur le gouvernement d'entreprise afin que les actionnaires et les créanciers puissent avoir une idée sur la situation financière de l'entreprise. Plus précisément, donner au marché les informations nécessaires sur les opérations à envisager et sur la situation compétitive de l'entreprise.

- **Les procédures et la structure du conseil d'administration** : le conseil doit être en mesure de superviser de manière indépendante la direction et, le cas échéant, de mettre effectivement en cause sa responsabilité.

La notation de gouvernance des entreprises se réalise dans une division séparée des équipes de notation crédit. Par conséquent, l'information obtenue lors du processus de notation de la gouvernance de l'entreprise est confidentielle et n'est pas communiquée aux analystes de la notation du crédit. Standard & Poor's réalise également des études sur la gouvernance des pays.

Tableau 2 : Les familles de critères de S&P

| Thèmes | Critères |
|-------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| La structure de la propriété | -La transparence de la structure de propriété. -La concentration et l'influence de la structure de la propriété. |
| Les relations et les droits des parties prenantes de l'entreprise | -Les procédures de votes en assemblée générale. -Les droits de propriété et financiers (les dividendes, la capacité d'exercice des droits, la cessibilité des actions). -La défense contre l'OPA. |
| La transparence financière et la divulgation de l'information | -La qualité et le contenu de l'information publique divulguée. -Le temps et l'accès à la divulgation de l'information. -L'indépendance et l'intégrité du processus d'audit. |
| Les procédures et la structure du conseil d'administration | -La structure du conseil d'administration et sa composition. -Le rôle et l'efficacité du conseil d'administration. -Le rôle et l'indépendance des administrateurs. -Les politiques de rémunération, d'évaluation et d'évolution des dirigeants et des administrateurs. |

Source: "Corporate Ratings Criteria", Standard and Poor's, 2002.

1.2. Les critères de rating de Moody's

Une seconde agence réalise cette même évaluation de la gouvernance des entreprises dans le cadre de son activité de notation du crédit. A l'instar de S&P, Moody's a pris l'initiative il y a

quelques années de créer un département spécialisé dans la notation des pratiques de gouvernement d'entreprise. L'agence répondait ainsi également à une forte demande de la part des établissements financiers pour une meilleure évaluation de la capacité des entreprises à communiquer de façon transparente et à prendre en meilleure considération l'intérêt de leurs actionnaires, suite aux scandales financiers des années 2000.

Toutefois, à la différence de S&P, Moody's s'est intéressée originellement à la problématique de la gouvernance des entreprises dans le cadre de son activité centrale de notation de crédit. Son objectif est d'intégrer l'évaluation des pratiques de gouvernance des entreprises dans le processus de la notation financière. En juin 2002, Moody's a ainsi annoncé son intention d'approfondir ses analyses de rating en y incluant d'autres éléments comme la qualité et le niveau de transparence des informations financières ainsi que les pratiques de gouvernement d'entreprise. En ce sens, l'évaluation du gouvernement d'entreprise chez Moody's se concentre plus sur les pratiques en matière de gouvernance qui ont des implications potentielles sur la qualité et la solvabilité du risque crédit. L'objectif de l'évaluation de la qualité du SGE est d'améliorer la qualité de l'estimation du risque crédit et d'aider ainsi les investisseurs dans leurs décisions. Fonctionnellement, l'évaluation du gouvernement d'entreprise fait partie du service d'évaluation du risque crédit de Moody's (Moody's, 2002). La vision qu'à Moody's du rôle du SGE est donc très clairement celle du créancier. Elle se résume aux deux questions suivantes que se pose Moody's : en premier lieu, quels aspects du gouvernement d'entreprise sont-ils appropriés du point de vue du créancier? En second lieu, comment les créanciers devraient-ils évaluer la qualité d'un SGE et comment l'intégrer dans la décision de crédit? (Moody's, 2003).

Selon Moody's, la qualité d'un SGE dépend des cinq éléments suivants :

- Le conseil d'administration, à la source des rapports de gouvernement d'entreprise ;

- La politique de rémunération des dirigeants et des membres du conseil d'administration ;
- La divulgation de l'information, y compris les rapports financiers et les autres documents qui concernent les investisseurs et les créanciers ;
- La structure du capital ;
- Les droits des actionnaires tels que le droit de vote et les procédures de l'ordre du jour.

Sur ces bases, Moody's regroupe les critères pour l'évaluation des SGE en sept thèmes (tableau 3) :

- **La Composition et fonctionnement du conseil d'administration** : Ce thème se rapporte au fonctionnement du conseil d'administration et privilégie les meilleures pratiques généralement recommandées. Il traite comme sujets principaux de l'indépendance du conseil, de ses activités, de sa composition, de la formation des administrateurs et des cadres dirigeants.
- **Le Processus d'audit** : En particulier, l'efficacité du comité d'audit est mise en avant du fait de son rôle primordial dans le contrôle interne, pour la fiabilité du rapport financier, et *in fine* pour la qualité de l'information financière communiquée aux tiers.
- **Les conflits d'intérêt** : Il s'agit dans cette thématique d'évaluer les procédures mises en place pour contrôler les conflits entre les actionnaires et les dirigeants d'une part, et entre les dirigeants et les créanciers, d'autre part.
- **La politique de rémunération** : Cette section se concentre en particulier sur la rémunération du CEO ; elle étudie également l'impact possible à long terme de la politique de rémunération sur les intérêts des partenaires financiers.
- **Les droits des actionnaires** : plus particulièrement le droit de vote et le traitement équitable des actionnaires.

- **La structure du capital** : l'objectif ici est d'étudier la structure de l'actionnariat et du capital et ses conséquences sur les intérêts des créanciers.
- **L'information sur le gouvernement d'entreprise** : un SGE efficace doit garantir la diffusion en temps opportun d'informations exactes sur tous les sujets significatifs concernant l'entreprise, notamment la situation financière, les résultats, l'actionnariat et le gouvernement d'entreprise⁷. La transparence et la diffusion des informations constituent l'un des piliers d'une bonne gouvernance d'entreprise. Ce thème prend en compte le type et la qualité des informations relatives au gouvernement d'entreprise disponibles sur le site Internet de l'entreprise, le rapport annuel, les communiqués de presse (Moody's, 2003).

Pour l'agence, la qualité du SGE peut jouer un rôle dans la notation du risque crédit. Toutefois, un bon SGE ne garantit pas une bonne qualité de crédit de l'émetteur. En revanche, un mauvais système de gouvernement d'entreprise peut conduire l'entreprise à connaître des problèmes financiers, augmentant ainsi les risques de défaillances (Moody's, 2003).

Tableau 3 : Les familles de critères de Moody's

| Thèmes | Critères |
|-----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| Composition et fonctionnement du conseil d'administration | -Taille du conseil. -Fonctionnement et composition. -Les activités du conseil. |
| Processus d'audit | -Comité d'audit. |
| Les conflits d'intérêt | -Les conflits entre les actionnaires et les directeurs. |
| La politique de rémunération | -La rémunération des cadres et des administrateurs. |
| Les droits des actionnaires | -Traitement équitables des actionnaires. -Droits de votes. |
| Structure du capital | -Structure du capital. -Les détentions de capital des différentes parties. |
| Information sur le gouvernement d'entreprise | -Les informations sur les pratiques de gouvernement appliquées par l'entreprise. |

Source : "La notation Moody's : mode d'emploi", 1997 ou Moody's, 2003.

⁷ Voir les principes de Gouvernement d'Entreprise OCDE, 2004.

1.3. Les critères de rating de Fitch

En 2004, Fitch a publié un rapport sur l'approche de l'agence concernant la prise en compte de la qualité du gouvernement d'entreprise dans le processus d'évaluation du risque crédit (Fitch Ratings, 2004). Ce rapport identifie les éléments principaux du gouvernement d'entreprise à prendre en compte pour les créanciers. Pour Fitch, les intérêts des actionnaires et des créanciers sont généralement identiques. Toutefois, ces intérêts peuvent également diverger lorsque les deux parties ont des vues différentes sur les politiques d'investissement de l'entreprise. Pour Fitch, l'alignement des intérêts est positivement lié à une bonne surveillance de l'entreprise. Certains éléments de gouvernement d'entreprise ont un impact plus significatif que d'autres sur les intérêts des créanciers. En particulier, l'évaluation des pratiques en matière du gouvernement d'entreprise commence par son conseil d'administration. Un conseil d'administration indépendant et actif est un élément essentiel en matière de gouvernement d'entreprise. Les éléments clés de gouvernement d'entreprise, dans la méthodologie de Fitch, les plus pertinents pour les porteurs d'obligations, sont (tableau 4) :

- **L'efficacité et l'indépendance du conseil** : Il s'agit d'évaluer les aspects les plus importants pour avoir un conseil de qualité, comme la présence d'administrateurs indépendants, la politique de nomination des administrateurs, la capacité des directeurs à comprendre les implications financières et les stratégies de la compagnie, le fonctionnement du conseil.
- **Les transactions entre les différentes parties** : dans cette section, l'objectif est de s'assurer de la présence de mécanismes ou de politiques supervisant la négociation des transactions, les buts et les motivations fondamentales derrière les transactions.
- **Le processus d'audit** : en particulier l'indépendance des membres du comité d'audit, les procédures du comité concernant les problèmes de comptabilité, les risques d'audit potentiels et la qualité du système de contrôle interne.

- **La rémunération** : la politique de rémunération, la rémunération des cadres en tenant compte de la situation financière de l'entreprise et de sa stabilité à long terme, la politique de rémunération de l'entreprise par rapport à ses concurrents.
- **La structure du capital** : incluant la fraction détenue par les cadres dirigeants.

En conclusion, pour Fitch, la nature du SGE peut avoir un impact positif ou négatif sur la note obtenue en risque crédit.

Tableau 4 : Les familles de critères de Fitch

| Thèmes | Critères |
|------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Efficacité et indépendance du conseil | -La taille du conseil. -La composition et le fonctionnement du conseil. -Le processus de nomination. -Les procédures pour concernant l'ordre du jour. |
| Les transactions entre les différentes parties | -La présence des mécanismes ou des politiques qui assurent les transactions. -Le but et les motivations fondamentaux derrière la transaction. -Le rôle du conseil dans des transactions. |
| Le processus d'audit | -L'indépendance des membres de comité d'audit. -Les procédures et le procédé du comité concernant les aspects principaux de comptabilité, les risques potentiels d'audit, et la qualité des contrôles internes. |
| La rémunération | -Rémunération des cadres et des administrateurs. -La politique de rémunération de la compagnie par rapports à ses concurrents. |
| Structure du capital | -La structure du capital. -Le détail de chaque détention de capital. |

Source: Fitch Ratings, Credit Policy Special Report, "Evaluating Corporate Governance: The Bondholders' Perspective", New York. 2004.

2. Les agences de rating vision des actionnaires

2.1. Les critères de rating d'Institutional Shareholder Services (ISS)

L'Institutionnel Shareholder services (ISS) a développé en 2003 un indice de gouvernance prenant en considération 61 variables relatives au conseil d'administration, la rémunération du dirigeant, la structure de propriété, les pilules empoisonnées, la structure de capital et autres facteurs qualitatifs (l'âge de la retraite des administrateurs, les réunions des administrateurs externes, le plan de succession du dirigeant...) (ISS, 2005).

ISS propose également des services de votes par procuration au niveau international, une base de données et des instruments de recherche pour les investisseurs institutionnels. Disposant de plus de 15 années d'expérience et d'un service d'analyse et de recherche au niveau local et international, ISS est considéré comme une référence mondiale en matière de vote par procuration et de gouvernement d'entreprise. Les critères fondamentaux inclus dans les classements de CG d'ISS sont résumés dans le tableau ci-dessous (tableau 5).

Le score de chaque thème est obtenu à partir d'une série de variables de gouvernement d'entreprise. ISS rassemble des données des divers documents publiquement disponibles. En plus, les entreprises sont invitées à fournir à ISS les corrections et les mises à jour pour permettre à ISS de recalculer le score. ISS fournit actuellement des classements relatifs pour plus de 7.500 compagnies dans le monde (McGurn, 2002)⁸.

Tableau 5 : Les familles de critères d'ISS

| Thèmes | Critères |
|----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| La structure et la composition du conseil | -Composition du Conseil. -Comité de rémunération. -Comité de gouvernement. -Comité de nomination. -Taille du conseil. -Indépendance. -Les comités. |
| Les problèmes d'audit | -Comité d'audit, les honoraires... -Expert financier |
| Structure du capital | -Structure de l'actionariat. |
| Information sur le gouvernement d'entreprise | -Gouvernement d'entreprise. |
| La rémunération du Conseil et des dirigeants | -Politiques de rémunération des cadres. -Comité de rémunération |
| Les facteurs qualitatifs | -Age de retraite des cadres. -Evaluation des performances du conseil. -Les réunions des administrateurs. |
| Les relations entre les financiers | -Les relations financières. |
| L'éducation du directeur | -Niveau de culture du management. |

Source : "ISS Corporate Solutions", 2004, ou www.issproxy.com

⁸ Pour répondre à la question de la mesure du risque de gouvernement d'entreprise lorsqu'il s'agit de sociétés internationales, ISS a lancé un système de classement combiné avec le groupe FTSE, l'un des principaux producteurs mondiaux d'indices boursiers. Ce système est utilisé par les investisseurs institutionnels comme un instrument de mesure du risque lié au respect du gouvernement d'entreprise.

2.2. Les critères de rating de GovernanceMetrics International (GMI)

GMI est une agence indépendante d'évaluation des risques et de recherche sur le gouvernement d'entreprise. A l'instar de ses homologues, elle a développé une méthodologie d'analyse des SGE fondée sur des données publiques et de l'information privée (par exemple, des entretiens approfondis avec la direction et les membres du conseil).

Les critères de classement de GMI sont regroupés en six catégories : la responsabilité du conseil, l'information financière et le contrôle interne, les droits des actionnaires, la politique de rémunération, la structure du capital et la réputation d'entreprise. Les entreprises sont évaluées sur une échelle de 1 (le plus bas niveau) à 10 (le plus haut) (Sherman, 2004).

Les rapports de notation incluent un résumé du profil de l'entreprise en termes de gouvernement d'entreprise et des informations détaillées sur chacune des six catégories appliquées par GMI (tableau 6).

Les critères de classement sont fondés sur les codes, les principes et règlements sur le gouvernement d'entreprise généralement acceptés. Afin de limiter le degré de subjectivité, GMI structure sa métrique de manière à ce qu'elle produise seulement trois réponses : oui, non, ou pas dévoilé. GMI recueille les données publiques sur les sites web de l'entreprise et d'autres sites web spécialisés. Les rapports d'entrée des données sont envoyés par GMI à chaque entreprise pour contrôle avant que les résultats soient publiés.

Tableau 6 : Les familles de critères de GMI

| Thèmes | Critères |
|-------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Structure et organisation du conseil d'administration | -Composition du conseil. -Indépendance du conseil. -Les comités d'audit, de rémunération et de nomination. |
| La révélation financière et les contrôles internes | -Informations sur le <i>CG</i> . -Informations sur la structure du capital et de l'actionnariat. -Information sur les parties prenantes. |
| Les droits des actionnaires | -Droits de votes. -Ordre du jour. -Traitement équitable. |
| Rémunération du Conseil et des dirigeants | -Politiques de rémunération. |
| Structure et contrôle du capital | -Structure du capital et de l'actionnariat. |
| Le comportement d'entreprise et les problèmes de responsabilité sociaux | -Informations sociales sur l'entreprise. |

Source : www.gmiratings.com

3. Conclusion du chapitre

Ce chapitre nous a permis d'étudier les différents critères utilisés par les agences de notation dans leurs processus de notation en matière de gouvernance. Quel que soit le processus de notation employé par les agences de rating dans leur évaluation de la qualité du système de gouvernance d'entreprise, ces méthodologies ont pour points communs de s'appuyer sur des éléments de base, les critères, regroupés en thématiques, et de produire un score.

Toutefois, il est intéressant de constater, et ceci, même pour des agences partageant théoriquement la même vision, une certaine diversité dans le choix des thèmes retenus et dans les méthodes de calcul utilisées. Néanmoins selon plusieurs études (Dunerv et Kim, 2003), il existe des biais liés à la sélectivité des firmes et au système de pondération des thèmes dans le calcul des indices. Il est aussi à signaler que certaines recherches se sont basées sur les scores développés par les agences de notation afin de mener leurs études.

Dans le chapitre suivant, nous tenterons de présenter les différentes recherches qui ont essayé de calculer des scores de gouvernance en se basant sur plusieurs critères ou à travers les indices développés par les agences de rating. Aussi, nous présenterons les études menées sur le lien entre la gouvernance et la performance de la firme.

Chapitre 4 : Gouvernance - Performance

Suite aux scandales financiers (2002) et aux dysfonctionnements observés au sein des grandes entreprises dans le monde (Enron, Worldcom, Maxwell...), les économies ont pris de plus en plus conscience de l'impact d'une « bonne gouvernance » d'entreprise. Ces scandales ont été associés à des faiblesses des systèmes de gouvernance de ces entreprises qui se sont manifestées par des informations financières inexactes ou incomplètes, remettant en question l'intégrité des états financiers et des vérifications comptables. En effet, et afin de remédier à ces faiblesses observées au sein des systèmes de gouvernement, les parties prenantes se sont intéressées à la recherche des solutions en la matière.

Depuis, de nombreux travaux empiriques se sont intéressés à développer des indices de gouvernance basés sur des critères bien définis et à étudier la relation entre les mécanismes de la gouvernance et la performance des firmes.

L'objectif poursuivi dans ce chapitre est double. Premièrement, proposer les implications de l'état actuel de la littérature sur la notion de performance. Deuxièmement présenter les principales études qui se sont intéressées à la relation entre les mécanismes de gouvernement d'entreprise et la performance des firmes.

Dans une première section, nous présenterons une revue de la littérature qui s'est intéressée à la notion de la maximisation de valeur. Ensuite, nous présenterons les études empiriques qui ont testé le lien entre le système de gouvernement d'entreprise et la performance des firmes.

Dans la troisième section, nous exposerons les différentes études menées pour déterminer un score de gouvernance. Enfin, nous présenterons les principaux résultats des recherches réalisées sur le lien de causalité entre la gouvernance et la performance.

1. La maximisation de valeur

Les critères de valeur s'opposent principalement sur l'identité des agents à laquelle se réfère l'objectif de satisfaction des intérêts : la valeur actionnariale pour les théories contractuelles et la valeur partenariale pour les théories cognitives.

Pour Charreaux et Desbrières (1998), page 58, la valeur actionnariale implique que « (...) tous les apporteurs de facteurs de production – à l'exception des actionnaires – sont rémunérés à leur coût d'opportunité (...). Les actionnaires, créanciers résiduels exclusifs, étant les seuls apporteurs de ressources à recevoir la rente créée par la firme, la valeur créée n'est alors que la mesure de la rente qu'ils perçoivent. ». Cette définition ne permet pas d'identifier les mécanismes à l'origine de la création de cette rente et les auteurs lui préfèrent une représentation pluraliste ou partenariale par opposition à la conception moniste anglo-saxonne où seuls les intérêts des actionnaires sont pris en considération.

Charreaux et Desbrières (1998) construisent alors une mesure globale de la rente créée par l'ensemble des partenaires qui est égale au différentiel entre le prix d'opportunité et le coût d'opportunité pour chaque facteur de production, la répartition de la valeur créée dépendant alors de leurs pouvoirs de négociation respectifs sur les conditions de la transaction. L'implication principale de la valeur partenariale est que les conflits de partage de la valeur ne sont plus forcément des jeux à somme nulle : un partage favorable aux acteurs peut servir de mécanisme incitatif puissant (par exemple, les salariés rémunérés à un salaire supérieur sont incités à la productivité, de même les dirigeants sont encouragés à développer leurs compétences spécifiques). Mais ce schéma peut induire des effets négatifs de destruction de valeur lorsque un acteur reçoit une rémunération explicite inférieure à sa rémunération d'opportunité, d'autant plus si sa capacité à influencer le processus de partage est faible.

Charreaux et Desbrières (1998) apportent une justification au rôle joué par les parties prenantes à l'organisation, d'autant plus qu'elles peuvent détenir une fraction substantielle des

droits de propriété et sont donc également créanciers résiduels, et qu'elles sont tout autant exposées au risque résiduel que les actionnaires, même s'il est de nature différente. Mais les actionnaires sont les créanciers résiduels les plus exposés car leur rémunération effective est pour une large part attribuable à la plus-value en capital, le dividende étant inférieur au coût d'opportunité, et leur contrôle par voie de sortie n'est efficace qu'*ex ante*, puisque elle se traduit *ex post* par la réalisation de la moins value en situation défavorable. Dans la vision politique partenariale, lorsque l'actionnariat est dispersé, le dirigeant privilégiera les autres parties prenantes au détriment des actionnaires dans le partage de la valeur afin de s'assurer d'un soutien politique (stratégie d'enracinement), alors qu'en présence d'un actionnaire dominant, il a tout intérêt à privilégier ce partenaire, peut-être au détriment également des actionnaires minoritaires.

Charreaux et Desbrières (1998) soulignent la possibilité d'une stratégie court termiste de l'actionnaire majoritaire, qui peut faire pression sur le dirigeant (ou avec son appui dans une stratégie d'enracinement) pour obtenir un transfert de richesse à son avantage et engranger la plus-value sur le marché en sortant du capital avant que les effets dommageables sur l'incitation des autres parties prenantes et donc sur la performance de la firme ne surviennent.

Par conséquent, Charreaux et Desbrières (1998) justifient l'objectif de maximisation de la valeur partenariale par (1) l'accroissement de la latitude managériale permettant la négociation du partage de la valeur entre les parties prenantes, (2) l'incitation pour le dirigeant d'accroître son investissement spécifique, (3) et par la prise en compte des stratégies d'enracinement contrant l'efficacité des systèmes de gouvernance.

En complète opposition, Jensen (2000) souligne « (...) *it is logically impossible to maximize in more than one dimension; purposeful behaviour requires a single valued objective function.* ». L'auteur critique la vision partenariale de la valeur, considérant même qu'elle est au service des intérêts privés des dirigeants. Opposant les objectifs de maximisation de la

valeur de la firme et de prise en compte de l'ensemble des intérêts des partenaires du nœud de contrats, il considère la suprématie de la valeur actionnariale car (1) elle ne politise pas l'organisation, la vision partenariale étant source de conflits dans le partage de la valeur créée, ce qui laisse toute autonomie au dirigeant pour maximiser sa propre fonction d'utilité, (2) elle n'entraîne pas de confusion des objectifs et permet au contraire de fixer un but clairement identifié, le cas contraire pouvant résulter en un dispersement et à la prise de décisions irrationnelles pour répondre à des objectifs multiples parfois contradictoires et (3) elle est une mesure répondant au critère de bien-être collectif, résolvant tout problème d'arbitrages individuels.

Enfin, Jensen (2000) s'élève contre l'effet pervers de la valeur partenariale en considérant que la théorie partenariale ne spécifie pas de critère hiérarchique entre la diversité des intérêts gérés par l'organisation, et ce faisant enlève tout critère objectif non seulement pour la conduite que doit tenir le dirigeant dans ses choix stratégiques mais également pour l'évaluation de son action. Conséquemment, le dirigeant se voit libéré d'une contrainte disciplinaire non pas totalement mais avec une perte de pouvoir de coercition notable.

Le critère de maximisation ne peut s'affranchir du degré d'efficacité des mécanismes de gouvernance, atténuant le concept d'efficacité du critère de valeur. Charreaux (1999) définit trois degrés d'efficacité, par ordre décroissant : (1) le premier degré d'efficacité correspond à l'idéal théorique où les coûts d'agence seraient inexistantes, (2) le deuxième degré suppose l'émergence d'une forme alternative de contrôle réduisant considérablement les coûts d'agence sans que ne puisse coexister une forme organisationnelle plus efficace et (3) le troisième degré correspond à des arrangements librement négociés et efficaces entre les parties prenantes. Autrement dit, le premier degré procède d'une vision 'panglossienne', le deuxième degré d'une solution optimale et le troisième degré d'une solution efficace.

De manière identique aux degrés d'efficacité des marchés financiers, le niveau d'efficacité maximal procède d'un idéal théorique, Jensen (2000) préférant la définition d'un objectif de recherche de la valeur (*'rent-seeking'*) plutôt que de maximisation de la valeur en raison de la difficulté voire de l'impossibilité à atteindre cet optimum de premier rang. Cette difficulté se perçoit également au travers de l'hétérogénéité des critères de valeur au sein d'un même corpus théorique. Ainsi, la théorie de l'agence normative inscrit le critère de la valeur actionnariale comme objectif de gestion tandis que la théorie de l'agence positive souligne l'importance d'un critère plus large, la création de valeur de marché de la firme sur le long terme, s'opposant à la vision court termiste de la valeur actionnariale et englobant implicitement l'ensemble des parties prenantes dans le processus de création de valeur.

Considérant la dialectique de Jensen (2000) sur la valeur actionnariale comme seul objectif concevable comme réductrice, nous préférons adopter le raisonnement de Freeman et Reed (1983) qui soutiennent en effet que l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale de la firme s'accompagne obligatoirement de la prise en compte de la satisfaction de l'ensemble des parties prenantes. Le dirigeant, même inféodé aux exigences de profit des mandataires, se doit de gérer de la meilleure façon possible les intérêts de tous pour permettre de satisfaire *in fine* les intérêts des actionnaires.

2. Gouvernance – Performance

La théorie de la gouvernance est un nouveau cadre d'analyse qui regroupe à la fois la théorie d'agence et la théorie des coûts de transactions. Ces théories s'intéressent d'une part aux problèmes liés à la séparation entre la propriété et la décision et d'autre part aux coûts de transaction existants entre l'entreprise et les autres parties prenantes. Elle permet d'analyser l'ensemble des mécanismes indispensables pour résoudre les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les différentes parties. Elle a donc pour objectif la création de la richesse pour l'ensemble des partenaires de l'entreprise. A cet effet, plusieurs études antérieures (Demsetz

et Lehn, 1985 ; Morck et al, 1988; McConnell et Servaes, 1990 ; Hermalin et Weisbach, 1991) se sont intéressées au rôle des mécanismes de gouvernance dans la résolution des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants et dans l'amélioration de la performance.

En effet, un premier courant de travaux empiriques examine l'impact d'un événement particulier sur l'efficacité d'un mécanisme bien déterminé tels que l'augmentation du nombre d'administrateurs externes dans le conseil d'administration (Rosenstein et Wyat, 1990): Ainsi si l'événement a pour conséquence une augmentation du prix des actions, alors le mécanisme en question sert à améliorer la performance. Dans le même esprit, d'autres études examinent le rôle des pilules empoisonnées (Malatesta et Walking, 1988 ; Ryngaert, 1988) et des contrats de parachutes dorés (Lambert et Larcker, 1985).

Un second courant, cherche les relations qui peuvent exister entre la performance et la mise en place d'un ou plusieurs mécanismes de contrôle. Plusieurs études (Demsetz et Lehn, 1985) montrent que la décision relative à l'utilisation de certaines techniques de contrôle telles que la propriété des internes et la proportion des administrateurs externes est décidée à l'intérieure de la firme. En effet, Demsetz et Lehn (1985) montrent qu'une telle décision est optimale quand la valeur de la firme est optimale. Au sens qu'un mécanisme est utilisé jusqu'à ce que le coût marginal soit égal au profit marginal. Cependant la décision relative à l'utilisation d'autres mécanismes tels que le marché de travail et la propriété institutionnelle est prise par des parties externes dont les actions ont des effets sur la valeur de la firme limités par les actions des autres. Étant donné l'existence des effets externes, les mécanismes devraient être choisis afin de maximiser la valeur de la firme.

Un troisième courant, dans la lignée de ce chapitre, teste si les actions basées sur la gouvernance peuvent expliquer le différentiel de performance. Par exemple, l'étude de Hermalin et Weisbach (1988) montre qu'une faible performance a pour conséquence la révocation de quelques administrateurs et la nomination d'autres personnes à leur place.

L'étude révèle aussi qu'une plus grande rotation des dirigeants peut être expliquée par une baisse de la performance. Rosenstein et Wyatt (1990) mettent en évidence qu'un changement dans le conseil d'administration affecte la valeur de la firme. En effet, l'annonce de l'engagement de nouveaux administrateurs externes a pour conséquence un rendement excédentaire. Gilson (1990) dans une étude consacrée à la détresse financière des firmes, montre que les firmes augmentent la rotation des administrateurs lorsque la performance de la firme est faible. Cotter et al (1997) montrent, de leur côté, que les firmes dont les conseils d'administrations comprennent une majorité d'administrateurs externes ont un rendement qui excède de 20 % le rendement des autres firmes.

Plusieurs études ont essayé de répondre à la question suivante: Pourquoi les firmes enregistrent-elles des niveaux différents de performance? Dans les modèles néoclassiques, la différence de performance enregistrée ne peut pas persister à long terme et elle est éliminée par la concurrence. En réalité, la différence de Performance et de profitabilité existe à long terme (Mueller, 1986).

D'ailleurs, les théories élaborées récemment mettent en évidence l'existence de facteurs importants et déterminants de la performance de la firme. Parmi ces facteurs nous citons l'asymétrie de l'information, les contrats incomplets et les facteurs internes tels que l'organisation de la firme et sa structure de gouvernance. En effet, les problèmes d'agence, les coûts de transaction et la spécificité des investissements peuvent être des facteurs déterminants et explicatifs de la contribution de l'organisation interne et des structures de gouvernance dans la détermination du niveau de performance. Ainsi nous allons dans cette section mettre en évidence le rôle de la gouvernance dans l'amélioration de la performance. En effet, nous allons nous concentrer sur trois mécanismes à savoir le conseil d'administration qui sera traité dans la première partie, la structure de propriété qui sera exposé dans la seconde partie et les droits des actionnaires dans la troisième partie.

2.1. Le fonctionnement du conseil d'administration

Dans le cadre de la théorie d'agence, Fama et Jensen (1983b) distinguent la prise de décisions du contrôle. La première est relative aux droits d'initier et d'engager des propositions en matière d'allocation des ressources, tandis que la seconde renvoie aux droits de ratification et de contrôle de l'engagement des ressources. Dans les grandes entreprises, les décisions de gestion et de contrôle sont assurées par le conseil d'administration. Donc *«le conseil d'administration existe afin de nommer, révoquer, contrôler et rémunérer le dirigeant tout en ayant pour objectif la maximisation de la valeur de la firme»* (Denis et McConell, 2003, p 2). Ainsi cet organe est considéré comme la première « ligne de défense » (Denis et McConell, 2003) contre les dirigeants qui agissent à l'encontre des intérêts des actionnaires. Le conseil d'administration doit avoir aussi l'autorité et le pouvoir de contrôler, d'imposer des sanctions et d'établir des règles qui régissent la fonction d'audit (Demirag et Solomon, 2003).

Il est à remarquer que bien qu'en théorie le conseil d'administration est un mécanisme de gouvernance efficace, en pratique cette efficacité n'est pas garantie. Enfin, il est à souligner que les études relatives aux caractéristiques du conseil d'administration ont traité, en général, la taille du conseil, la fraction des administrateurs externes, la séparation des fonctions du dirigeant et du président du conseil d'administration, les réunions du conseil et les comités au sein de cet organe.

2.1.1. Rôles et fonctions du conseil d'administration

De manière concise, le conseil d'administration remplit trois rôles principaux (Goodstein et al (1994)): il opère le lien entre l'organisation et son environnement et gère les ressources critiques (1), assure un rôle de contrôle et disciplinaire à l'encontre des dirigeants (2) et conduit le processus des décisions stratégiques pour la firme (3). Sur le plan réglementaire, le conseil d'administration d'une firme possède la responsabilité formelle et légale du contrôle et du maintien des opérations ainsi que celle de l'efficacité opérationnelle.

Les dirigeants ne sont pas personnellement responsables des pertes de leur société mais de l'obligation d'agir de manière prudente dans l'intérêt des actionnaires, *i.e.* d'effectuer une direction effective de la société, de contrôler l'activité organisationnelle ainsi que de promouvoir et de représenter la société vis-à-vis des tiers.

Zald (1969) oppose alors à l'hypothèse traditionnelle définissant les conseils d'administration comme moyen de contrôle de l'organisation au nom des actionnaires, le fait que les conseils d'administration soient également des organes contrôlant l'organisation en leur nom propre puisque disposant de pouvoirs de décision : du président de la société, de l'organisation et du contrôle financier et opérationnel.

Clendenin (1972) rejoint cette définition en identifiant comme fonctions principales du conseil d'administration : la détermination d'objectifs et de la stratégie globale de la firme, la prise de décisions financières et opérationnelles, l'évaluation de la performance ainsi que la définition de sa relation avec le dirigeant. Suivant Chaganti et al (1985), nous pouvons classer les fonctions inhérentes aux conseils d'administration en deux catégories :

- Une fonction de contrôle: l'attribution de pouvoirs formels dans le but de contrôler l'organisation et de déterminer sa performance ; peu importe que le conseil d'administration ait le temps ainsi que les connaissances techniques nécessaires pour remplir ce rôle à partir du moment où il dispose du pouvoir de contraindre et d'encadrer les décisions stratégiques pour l'entreprise en imposant les marges de manœuvre des dirigeants. Molz (1985) définit le contrôle non pas tant comme un pouvoir coercitif s'appuyant sur des standards prédéterminés, mais plutôt comme une force créatrice d'un environnement conduisant à des changements positifs au sein de la firme. Deux modalités de contrôle se distinguent de par leur *timing* temporel :
- Le contrôle prospectif : tout mécanisme de contrôle, orienté à prendre des actions correctives en anticipation de problèmes futurs ;

- Le contrôle rétrospectif : tout outil de contrôle postérieur à l'action entreprise dans le but d'en comparer les résultats avec un standard prédéfini ;
- Une fonction de services : liée à l'amélioration de l'image de l'entreprise et à la mise en place de moyens apportant une plus grande visibilité de son environnement ou encore de nouvelles sources de financement, ainsi que toute autre forme d'aide et de conseil auprès de l'équipe dirigeante.

En revanche, sur le plan théorique, l'existence des conseils d'administration semble être définie par une multitude de rôles aux diverses facettes, fonction des paradigmes auxquels on se réfère.

Pour Mace (1971), les conseils d'administration sont créés dans le but de maximiser le contrôle managérial. Selon l'analyse de Fama et Jensen (1983b), les conseils d'administration permettent de minimiser les coûts d'agence entre dirigeants et actionnaires. En effet, le conseil d'administration est d'importance vitale dans la sauvegarde des intérêts des actionnaires grâce à son activité de surveillance et de contrôle – ce dernier rôle permettant de diminuer les coûts d'agence, le conseil d'administration ayant autorité légale pour la ratification et la surveillance des initiatives managériales ainsi que pour évaluer, récompenser ou pénaliser la performance des dirigeants.

Pour Aram et Cowen (1983) les membres du conseil d'administration sont les seuls individus dont les intérêts englobent des perspectives à la fois internes et externes : d'une part en tant que représentants de l'intérêt des actionnaires ils doivent assurer l'intégrité de l'information financière externe, d'autre part en tant qu'instance de management du plus haut degré, ils ont un intérêt vital à l'efficacité du système informationnel interne. Il en découle que la maximisation et la protection de la valeur économique de la firme sont, pour les auteurs, les motifs premiers de la création des conseils.

Pour Williamson (1985), le conseil d'administration constitue un mécanisme organisationnel permettant de garantir la sécurité des transactions entre l'ensemble des partenaires au sein de la firme. Molz (1985) reprend la vision traditionnelle des conseils d'administration comme sièges de pouvoir de décision économique affectant le bien-être de l'ensemble des *stakeholders* au sens large, mandataires des actionnaires de la firme. Le conseil d'administration « *intervient (alors) comme un organe hiérarchique qui, outre son rôle d'arbitre dans le partage de la rente, doit encourager le travail en équipe. (...) il intervient pour protéger l'ensemble des relations créatrices de valeur, préserver et accroître le caractère productif du nœud de contrats, (et) contribue au processus d'innovation.* », (Charreaux (2000), pages 10 et 12). Enfin, le conseil d'administration incarne simplement et représente publiquement la réputation de la société, (Drieghe (1983)).

En dehors de ses différents rôles, il est possible de dresser une typologie des conseils d'administration en fonction des organes de pouvoir dominant sa gérance, en accentuant sur les principaux critères d'efficacité développés dans la littérature organisationnelle.

Nous constatons que la littérature met, assez souvent, en évidence le fonctionnement du conseil d'administration dans l'amélioration de la performance. Par conséquent, nous pouvons avancer l'hypothèse suivante :

H1 : Le fonctionnement du conseil d'administration constitue un facteur déterminant de la « bonne gouvernance » qui pourrait améliorer la performance de l'entreprise

2.1.2. La taille du conseil et la performance

La taille des conseils d'administration est l'une des caractéristiques structurelles susceptibles d'influencer la performance des entreprises. Selon Lipton et Lorsch (1992) « *bien que la capacité de contrôle du conseil d'administration augmente avec le nombre d'administrateurs, l'avantage peut être compensé par le coût de la communication et de la prise de décision associé à la taille importante de ce conseil* ». Ultérieurement plusieurs

études (Eisenberg et Wells, 1989; Yermack, 1996 ; John et Senbet, 1998 ; Core et al, 1999 ; Mak et Yuanto, 2002 ; Carline et al, 2002) ont confirmé l'argument de Lipton et Lorsch (1992).

Kiel et Nicholson (2003), en analysant le contexte australien, trouvent que les conseils de grande taille ne constituent pas un obstacle à la bonne gouvernance. Adams et Mehran (2005) examinent la relation entre la taille du conseil et la performance de l'entreprise mesurée par le Q de Tobin en utilisant un échantillon de banques entre 1959 et 1999. Contrairement aux firmes non financières, les auteurs trouvent que les banques dont les conseils sont de grande taille ne sont pas celles qui sont les moins performantes.

Link et al (2006) ont construit un échantillon de 7000 entreprises de différentes tailles sur la période 1994-2004. Leurs résultats ne sont pas en faveur de conseils de petite taille et de conseils indépendants.

Wu (2000) a étudié l'évolution de la taille du conseil au cours de la période 1991-1995. L'auteur a constaté que la taille du conseil a diminué en moyenne pendant cette période et cette diminution peut être partiellement expliquée par la pression des investisseurs actifs comme CALPERs. Les participants du marché semblent penser que les conseils de petite taille exercent un meilleur contrôle sur la direction que les conseils de grande taille. Bhagat et Black (2001) trouvent également une relation négative entre le Q de Tobin et la taille du conseil. Mak et Kusnadi (2005) examinent l'impact des mécanismes de gouvernance sur la valeur de la firme à Singapour et Malaisie. En utilisant le Q de Tobin, ils trouvent une relation inverse entre la taille du conseil et la valeur de la firme dans les différents pays. Ces pays ont tous récemment adopté des codes de bonne gouvernance et bien que ces derniers montrent la nécessité d'une taille du conseil approprié », ces codes ne recommandent pas une taille précise.

Andres et al (2005) analysent également l'effet de la taille du conseil et sa composition sur la valeur de l'entreprise. En utilisant un échantillon de 450 entreprises non financières de dix pays de l'ouest de l'Europe et du nord de l'Amérique, ils montrent une relation négative entre la valeur de la firme et la taille du conseil d'administration. Leurs résultats rejoignent les travaux antérieurs qui ne sont pas en faveur de larges conseils à cause de la mauvaise coordination, flexibilité et communication.

Beiner et al (2003) n'ont pas décelé de rapport significatif entre la taille du conseil et la valeur de l'entreprise. Ils suggèrent que les sociétés suisses choisissent en moyenne le nombre d'administrateurs d'une façon optimale.

La taille du conseil d'administration dans le contexte australien, où les conseils sont généralement plus petits, n'a aucune influence sur la performance (Bonn et al, 2004).

Wintoki (2007) a utilisé la méthode GMM pour estimer la relation entre la performance (mesurée par le ROA) et la taille de l'entreprise en utilisant des données de panel constituées de 6000 entreprises entre 1999 et 2003. L'auteur ne trouve pas de relation significative entre la taille du conseil et la performance de la firme.

Les auteurs ne semblent pas non plus unanimes quant au nombre d'administrateurs qui serait efficace pour garantir le bon fonctionnement du conseil d'administration. En effet, Lipton et Lorsch (1992) suggèrent que les conseils de grande taille peuvent être moins efficaces que ceux de petite taille. Ils préconisent un conseil composé de 8 à 9 administrateurs. L'idée est que lorsque les conseils tendent à être de grande taille, les problèmes d'agence augmentent et le conseil devient plus un symbole et moins une partie de processus de gestion. De plus, vu le temps limité qui leur est accordé lors des réunions, les membres auront plus de difficulté à exprimer leurs idées et leurs opinions.

Selon Jensen (1993), les conseils composés de plus de 7 ou 8 administrateurs sont inefficaces et de viennent plus facilement contrôlables par le dirigeant. En effet, plus la taille du conseil

d'administration est grande, moins la coordination, la communication et la prise de décision seront efficaces. Kiel et Nicholson (2003) pensent que 8 administrateurs serait le nombre maximal et 6,6 la taille moyenne du conseil. Il trouve une relation en *U inversé entre la taille et la performance*. Uhrig (2003) suggère que 6 à 9 membres du conseil sont associés à de bonnes pratiques dans le secteur privé mais que la taille optimale du conseil dans le secteur public diffère d'une entreprise à une autre.

Brown et Caylor (2004) montrent que les entreprises caractérisées par des tailles de conseil entre 6 et 15 administrateurs ont un grand rendement d'actions et des marges bénéficiaires plus importantes que les autres entreprises. Alors que Leblanc et Gillies (2004) trouvent qu'une taille comprise entre 8 et 11 administrateurs serait optimale.

Godard (1999) ne trouve pas d'influence quelconque de la taille du conseil sur la performance des entreprises françaises, mesurée à l'aide de données boursières. Par ailleurs, la prise en compte de la composition du conseil ne modère pas la relation entre la taille et la performance de l'entreprise.

Récemment Guest (2009), a étudié le lien entre la taille du conseil d'administration et la performance de 2747 firmes du Royaume-Uni pour la période 1981-2002. L'auteur montre un impact négatif de la taille du conseil sur la performance de la firme mesurée par le Q de Tobin et la rentabilité des actions.

En résumé, un conseil de grande taille peut certes, réduire l'incertitude grâce aux connaissances multiples des différents membres et donc profiter de l'expérience de chaque administrateur. Cependant, un nombre élevé d'administrateurs peut conduire à un problème de communication et de coordination et par conséquent des conflits d'intérêts peuvent apparaître d'où la difficulté d'aboutir à un consensus. Un conseil de petite taille permet par contre de mieux contrôler le dirigeant, de plus, les administrateurs ont plus de temps et de liberté pour s'exprimer. Néanmoins, un conseil de trop petite taille ne serait pas efficace

puisque'il sera dominé par le dirigeant et sera caractérisé par peu d'échange d'informations. Il faut donc un nombre optimal qui garantit le bon fonctionnement du conseil et améliore la performance de l'entreprise.

H1a : Il existe un lien positif entre la taille du conseil d'administration et la performance de l'entreprise

2.1.3. La composition du conseil et la performance

John et Senbet (1998) soulignent que le degré d'indépendance d'un conseil d'administration est étroitement lié à sa composition. En effet, il existe deux types d'administrateurs. Les administrateurs internes (*insiders*) qui, en plus de siéger au conseil d'administration de l'entreprise sont impliqués dans la gestion. Alors que les administrateurs externes (*outsiders*) n'exercent aucune activité au sein de la firme. Selon John et Senbet (1998) la présence significative d'administrateurs externes renforce le degré d'indépendance des organes de contrôle.

Néanmoins les résultats empiriques relatifs à la relation entre le degré d'indépendance des conseils d'administration et l'amélioration de la performance sont divergents. Certains auteurs (Rosenstein et Wyatt, 1990; Byrd et Hickman, 1992; Morck et Nakamura, 1994; Kaplan et Minton, 1994), affirment que la présence significative des administrateurs externes améliore la performance des entreprises. Quelques recherches suggèrent que l'indépendance des conseils d'administration a un impact négatif sur la performance. D'autres études mettent en évidence l'absence de corrélation significative entre les deux paramètres évoqués (Fosberg, 1989; Yermack, 1996). L'absence d'une telle relation peut être expliquée de deux manières :

- La composition du conseil d'administration est affectée par la performance financière. Les entreprises ont tendance à réagir automatiquement suite à la détérioration de la performance en ajoutant des administrateurs externes au sein du conseil d'administration. Les recherches montrent que le recrutement des administrateurs

indépendants est associée à une augmentation du prix des actions (Rosenstein et Wyatt, 1990).

- Les avantages du recrutement d'un administrateur externe sont plus faciles à détecter lorsque ce dernier va voter et donner son avis dans des décisions bien particulières telles que celles relatives à une acquisition ou le remplacement du dirigeant. La performance de l'entreprise qui est fortement liée à la qualité de gestion est moins sensible à la composition du conseil d'administration.

H1b : Il existe un lien positif entre l'indépendance du conseil d'administration et la performance de l'entreprise

2.1.4. La dualité

Fama et Jensen (1983b) montrent que les coûts d'agence des grandes entreprises peuvent être réduits par des mécanismes institutionnels qui séparent la décision de gestion de la décision de contrôle. Selon Fama et Jensen (1983b) les fonctions de président du conseil d'administration et de dirigeant doivent donc être séparées. C'est dans ce contexte, que plusieurs études empiriques (Rechner et Dalton, 1991; Pi et Timme, 1993; Baliga et al, 1996; Ndonzuau, 2000; Core et al, 1999) ont démontré que le cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de dirigeant a un effet négatif sur la performance des entreprises.

Brickley et al (1997) soulignent néanmoins que la séparation de ces fonctions peut également engendrer de nouveaux coûts liés au contrôle du comportement du nouveau président du conseil et des coûts d'informations. Ajoutons qu'en plus de la perturbation du processus de succession des administrateurs, les auteurs mettent en évidence par ailleurs que la séparation des deux fonctions étudiées risque de diluer le pouvoir du *leadership*, de créer des rivalités, d'accroître les comportements opportunistes parmi les administrateurs externes et de ne pas pouvoir identifier le responsable en cas de mauvaises performances de l'entreprise.

Enfin, contrairement à la plupart des études empiriques effectuées sur le même sujet Brickley

et al (1997) ne trouvent aucun résultat qui confirme l'effet négatif du cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de dirigeant sur les rendements comptables et financiers. Les auteurs constatent que des changements dans la structure de direction n'ont pas des effets systématiques sur la valeur des actions, mais que la séparation des fonctions est systématiquement associée à des *cash-flows* inférieurs et à une valeur boursière des entreprises plus faible. Brickley et al (1997) concluent donc que le cumul des deux fonctions étudiées est bénéfique et est généralement conformes aux intérêts des actionnaires pour les grandes entreprises américaines.

H1c : Le cumul des fonctions de Président du conseil d'administration et de Directeur Général est négativement associé à la performance financière de l'entreprise.

2.1.5. Les réunions du conseil

Une littérature peu abondante s'est intéressée à la relation qui peut exister entre la fréquence des réunions du conseil d'administration et la performance de l'entreprise. Cette relation n'est pas claire non plus. A cet effet, les codes de bonnes pratiques mettent l'accent sur la nécessité d'organiser plusieurs réunions du conseil dans l'année afin de mieux accomplir ses responsabilités. Le *Combined Code* britannique (2000) recommande que le conseil se réunisse régulièrement et assez fréquemment pour garantir l'efficacité du contrôle. Selon le *Combined Code* (2006), les rapports annuels doivent comporter le nombre de réunions du conseil ainsi que ceux des comités. De plus, les recommandations du code stipulent que seuls les administrateurs sont autorisés à assister aux réunions.

Selon Lipton et Lorsh (1992) et Conger et al (1998), la durée des réunions est un facteur important pour améliorer l'efficacité du conseil. Ces derniers suggèrent que les administrateurs manquent de temps pour effectuer convenablement les tâches qui leur incombent. Par conséquent, les conseils qui se réunissent plus fréquemment agiraient dans

l'intérêt des actionnaires. Vafeas (1999) constate une amélioration de la performance de l'entreprise suite aux réunions fréquentes du conseil d'administration, il montre cependant que ce sont les entreprises qui affichent de mauvaises performances qui se réunissent fréquemment. Il avance qu'il existe des coûts liés aux réunions du conseil d'administration, y compris les frais de déplacement et les honoraires des administrateurs, mais il y a aussi des avantages comme la mise en place des stratégies et le contrôle de la direction.

Linck et al (2006) ont étudié l'impact de la loi *Sarbanes Oxley* sur la fréquence des réunions du conseil d'administration ainsi que celle des comités d'audit, de rémunération et de nomination. Les auteurs ne trouvent pas de changement significatif dans la fréquence de réunions du comité après l'application de la loi. Par contre, la fréquence de réunions des comités a significativement augmenté depuis.

Une vision opposée de Jensen (1993) suppose que les réunions du conseil d'administration ne sont pas nécessairement utiles parce que le peu de temps dont dispose les administrateurs serait gaspillé dans les tâches de routine et non dans le but de contrôler la gestion de l'entreprise.

H1d : Il existe un lien positif entre le nombre des réunions du conseil et la performance de la firme

H1e : Le taux de participation des administrateurs aux réunions impact positivement la performance de la firme

2.1.6. Les comités du conseil d'administration

De plus de recherches incitent sur l'importance des comités du conseil d'administration. Depuis 2002, les codes de bonne conduite ont exigé les entreprises cotées qu'elles aient des comités d'audit, de nominations et de rémunération composés uniquement d'administrateurs indépendants.

John et Senbet (1998) soulignent que l'efficacité d'un conseil d'administration peut également être affectée par sa structure administrative interne. Klein (1995) considère que la création de comités spécialisés au sein du conseil d'administration pourrait améliorer son efficacité tels que ceux orientés vers le contrôle des dirigeants (les comités d'audit, de rémunération et de nomination...). Selon Klein (1995), ces comités spécialisés devraient être composés des membres du conseil d'administration les plus disposés à poursuivre les objectifs fixes. Les résultats de cette étude montrent que ces comités comprennent une majorité d'administrateurs indépendants.

Klein (1995) et Conyon (1997) mettent en évidence, par ailleurs, une relation positive entre le pourcentage d'administrateurs externes présents dans ces comités et la performance.

➤ **Le comité d'audit**

Suite aux scandales financiers fortement médiatisés qui ont touché les plus grandes entreprises aux Etats-Unis, et pour restaurer la confiance des investisseurs en la qualité des états financiers, le gouvernement américain s'est vu obligé de renforcer la législation en matière de gouvernance d'entreprise et a soumis au Congrès la loi *Sarbanes Oxley* qui a été votée le 23 janvier 2002.

Le premier domaine auquel s'est intéressée cette loi concerne l'amélioration de la qualité de l'information financière des entreprises cotées dans leurs rapports annuels. Afin de répondre à cet objectif, la loi impose au *CEO* et au *CFO* de la société cotée de certifier les comptes et les rapports annuels présentés aux actionnaires (Descheemaker, 2003). Grâce à la loi Sarbanes Oxley, pour la première fois aux Etats-Unis, un texte légal au niveau fédéral définit la notion de comité d'audit et impose des normes formelles quant à ses membres, son fonctionnement et ses ressources.

Le comité d'audit a donc pour rôle de superviser le processus d'audit et de résoudre également tout désaccord qui pourrait apparaître entre les auditeurs et la direction.

La loi Sarbanes Oxley impose que tous les membres du comité d'audit soient des membres du conseil d'administration. Elle exige également l'indépendance de tous les membres du comité. Une deuxième obligation pour les membres du comité d'audit est de posséder une expertise financière. De plus, le comité d'audit doit avoir une charte écrite qui aiderait le conseil à vérifier l'intégrité des rapports financiers de l'entreprise, la conformité de la firme aux dispositions légales et la performance du processus d'audit interne.

Les comités d'audit sont des outils de la confiance institutionnelle dont la mise en place constitue un des aspects fondamentaux du système de gouvernance des entreprises. Ils permettent en outre de délimiter le pouvoir discrétionnaire du dirigeant (Proffitt, 2003). Selon Raghunandan et al (2001), les comités d'audit composés uniquement de membres indépendants ont des relations plus étroites avec les auditeurs internes. Abbott et al (2000) suggèrent que les entreprises qui possèdent un comité d'audit composé de membres indépendants ont été moins sanctionnées par la SEC en raison d'états financiers frauduleux ou erronés.

Archambeault et DeZoort (2001) ont étudié l'impact de la taille des comités d'audit sur les changements douteux d'auditeurs. Ils montrent que les entreprises où des changements suspects d'auditeurs ont eu lieu sont caractérisées par des comités d'audit de plus petite taille que ceux des entreprises qui n'ont pas été affectées par un changement d'auditeurs.

De plus, la relation entre les facteurs de gouvernance liés à l'audit et la performance semble mitigée. En effet, Brown et Caylor (2004) montrent que l'indépendance des comités d'audit n'est pas positivement liée à la performance de l'entreprise. Ils trouvent également que les frais d'audit sont négativement liés aux mesures de la performance. Klein (2002) ainsi que Frankel et al (2002) trouvent une relation négative entre la gestion des résultats et l'indépendance du comité d'audit.

Anderson et al (2004) montrent que les comités d'audit entièrement indépendants ont accès au financement par dette à moindre coût.

Cependant, Kinney et al (2004) et Agrawal et Chadha (2005) ne trouvent aucune relation entre la gestion des résultats et les frais pour la conception de systèmes d'information financière et les services d'audit interne.

H1f : La taille du comité d'audit influence positivement la performance

H1g : L'indépendance du comité d'audit influence positivement la performance

H1h : Le nombre des réunions du comité d'audit est lié positivement à la performance de la firme

➤ **Le comité de nomination**

Le comité de nomination a pour mission le choix du recrutement des administrateurs. Ce choix est très important dans la mesure où il permet de déterminer l'efficacité du contrôle exercé par le conseil d'administration.

Certains auteurs ont étudié l'impact de la présence du dirigeant au sein du comité de nomination sur son efficacité : Shivdasani et Yermack (1998) soutiennent que les dirigeants tendent à influencer le conseil concernant le processus de nomination et que les administrateurs qui y siègent sous ces conditions exercent un contrôle peu efficace.

Callahan et al (2003) trouvent que l'engagement du dirigeant dans le processus de nomination des administrateurs améliore la performance de l'entreprise. Klein (2002) suppose que lorsque le dirigeant siège dans le comité de nomination, il y a une plus grande probabilité qu'il perçoive une rémunération plus élevée.

Carcello et al (2006) indiquent que la participation du dirigeant dans le processus de sélection des administrateurs réduit l'efficacité du comité d'audit. Une étude menée par Nabar et al

(2006) montre que lorsque le dirigeant siège dans le comité de nomination, l'entreprise a plus de probabilité de présenter des erreurs de publications.

H1i : La taille du comité des nominations influence positivement la performance

H1j : L'indépendance du comité des nominations influence positivement la performance

➤ **Le comité de rémunération**

Le comité de rémunération a la responsabilité de déterminer le niveau de rémunérations perçues par les dirigeants et les administrateurs. Certains auteurs cherchent à savoir si l'indépendance du comité de rémunération est en faveur des intérêts des actionnaires et plus particulièrement si la présence du CEO au comité mène à une politique de rémunération opportuniste.

Bizjak et Anderson (2000) avancent que malgré la présence du dirigeant au sein du comité de rémunération, ce dernier est modestement rémunéré en termes de salaire et d'options.

Anderson et Bizjak (2003), montrent également que la rémunération du dirigeant est plus faible lorsque ce dernier est membre du comité de rémunération. D'autres supposent que les dirigeants ont tendance à manipuler les résultats à la fin de leur mandat et que les comités de rémunération, conscients de ce fait, agissent en conséquence en fixant la rémunération du dirigeant (Huson et al, 2003).

H1k : La taille du comité des rémunérations influence positivement la performance

H1l : L'indépendance du comité des rémunérations influence positivement la performance

H1m : Il existe un lien entre le nombre des réunions du comité des rémunérations et la performance de la firme

2.2. La structure de propriété

Il est rare que la propriété et le contrôle soient complètement séparés. En effet, ceux qui assurent la fonction de contrôle détiennent très souvent des actions de la firme qu'ils contrôlent. Ajoutons que les actionnaires exercent de leur part un contrôle sur la firme car ils détiennent une part importante du capital. Par conséquent « la *structure de propriété* (l'identité des actionnaires et les parts détenues par ces derniers) est un élément important de la *gouvernance* » (Denis et McConnell, 2003, p 2).

2.2.1. La propriété du dirigeant et la performance

Depuis quelques années, une pression de plus en plus forte s'exerce sur les dirigeants des entreprises pour qu'ils créent plus de valeur pour les actionnaires et améliorent la performance de l'entreprise. Plusieurs études empiriques ont testé la relation entre la participation managériale et la performance de l'entreprise. Les résultats de ces recherches sont contradictoires. Certains constatent que la détention d'une part élevée de capital par le manager améliore la performance de la firme et soutiennent donc la thèse de convergence des intérêts (Jensen et Meckling, 1976). D'autres affirment au contraire qu'un dirigeant dont la propriété managériale est trop élevée devient enraciné et tentera d'échapper aux systèmes de contrôle en poursuivant ses objectifs personnels qui vont à l'encontre de ceux des actionnaires. Ce type de relation a généralement un impact négatif sur la performance de l'entreprise (Shleifer et Vishny, 1998). Un autre courant développé par Demsetz (1983) soutient la neutralité. Selon cet auteur il n'existe pas de lien significatif entre la structure de propriété et la performance. Enfin, il existe selon Morck et al (1988), McConnell et Servaes (1990) et Hermalin et Weisbach (1991) une relation non linéaire entre la propriété du dirigeant et la performance de la firme.

Ainsi, le débat concernant la relation entre la valeur de l'entreprise et la propriété managériale

aux Etats Unis est toujours non résolu. Des travaux plus récents comme ceux de Cho (1998), Himmelberg et al (1999) et Demsetz et Villalonga (2001) montrent quant à eux qu'en contrôlant l'endogénéité, la propriété managériale est déterminée par la valeur de l'entreprise et non le contraire.

Krivogorsky (2006) a étudié le cas de 87 entreprises européennes durant la période 2000-2001 et a utilisé différents ratios de rentabilité (ROE, ROA, MTB) afin d'analyser la nature de la relation entre le niveau de propriété managériale et la rentabilité. L'auteur n'a pas abouti à une relation significative entre les deux variables.

Miguel et al (2001) ont trouvé sur la base d'un échantillon de 135 entreprises espagnoles non-financières cotées sur la période 1990-1999 une relation non linéaire entre la participation du dirigeant et la performance de la firme en Espagne. Ces auteurs ont abouti à la conclusion d'expropriation et d'enracinement entre 35 % et 70 % en l'expliquant par le fait que la propriété est plus concentrée dans les firmes espagnoles et que le conseil d'administration n'exerce pas pleinement sa fonction de contrôle

Huimin et Mak (2002) ont analysé la relation entre la propriété du dirigeant et la performance des sociétés qui ont d'importantes dépenses en recherche et développement et qui sont cotées sur la Bourse de New York, AMEX et le NASDAQ. Les auteurs ont constaté que la relation entre le Q de Tobin et la propriété du dirigeant est une fonction en W, le Q diminue, augmente, diminue puis augmente de nouveau. Les auteurs ont trouvé en outre que l'industrie semble avoir un impact sur la relation entre la propriété managériale et la performance.

Kim et al (2004) soulignent l'importance particulière de la propriété managériale dans les économies émergentes en considérant le degré élevé d'asymétrie de l'information entre les internes et les externes. Les auteurs ont trouvé une relation positive entre la propriété managériale et la performance lorsque le dirigeant détient une part en dessous de 31 % et au delà de 71 %. Alors que les entreprises dont les dirigeants détiennent entre 31 % et 71 %

affichent une relation négative entre la propriété managériale et la performance.

Chen (2005) a examiné la relation entre la propriété du dirigeant et la valeur de la firme de la perspective de la théorie de l'agence en utilisant un modèle à équations simultanées et la méthode de triple moindre carrés. Les résultats empiriques montrent que la propriété du dirigeant est fonction non-linéaire de la valeur de la firme.

Au vu de cette revue de la littérature que nous avons recensé, nous pouvons dire que la structure de propriété a un effet direct sur la performance de la firme. Donc nous pouvons avancer l'hypothèse suivante :

H2 : La structure de propriété représente un déterminant de la « bonne gouvernance » qui pourrait améliorer la performance de la firme

Nous déduisons d'H2 :

H2a : La propriété du dirigeant est liée positivement à la performance

2.2.2. La concentration de l'actionnariat et la performance

Selon Shleifer et Vishny (1997), il existe deux grandes solutions pour résoudre les conflits d'intérêts qui existent entre les actionnaires et les dirigeants. La première consiste à protéger juridiquement les actionnaires et la seconde réside dans la concentration de l'actionnariat. Dans la mesure où la première solution est insuffisante pour protéger les investisseurs, Shleifer et Vishny (1997) recommandent la seconde solution.

En théorie (Denis et McConnell, 2003), la concentration de l'actionnariat permet d'une part de réduire les coûts d'agence engendrés par les conflits d'intérêts entre les actionnaires et le dirigeant et conduit par conséquent à une augmentation de la performance des entreprises. D'autre part, elle représente une solution adéquate aux problèmes d'agence dans un système à faible protection des investisseurs minoritaires (Estley et Megginson, 2003).

La concentration de l'actionnariat renforce donc le contrôle exercé sur le dirigeant dans le cas où l'entreprise enregistre un niveau faible de performance. Ajoutons que les actionnaires

majoritaires peuvent utiliser leur pouvoir de contrôle afin que le dirigeant prenne des décisions qui augmentent la valeur de la firme. Ce scénario illustre donc bien les avantages de la propriété des actionnaires majoritaires; ces derniers engagent des actions qui sont dans l'intérêt de tous les actionnaires.

Cependant les actionnaires majoritaires peuvent engager des actions afin de préserver leurs intérêts personnels sans affecter les autres actionnaires. Parmi ces actions, Denis et McConell (2003) évoquent la capacité des actionnaires majoritaires à avoir une relation étroite avec le dirigeant. De plus ; ces actionnaires peuvent utiliser leur pouvoir afin d'extraire des rentes qui font diminuer la valeur de la firme. « *Donc l'effet de la propriété des actionnaires majoritaires sur la valeur de la firme dépend de l'arbitrage entre la proportion du capital détenue par ces actionnaires et les rentes extraites par ces derniers* » (Denis et McConell, 2003, p 3).

Dans le même contexte, la concentration de la structure de propriété peut engendrer des coûts dus aux conflits d'intérêts entre les actionnaires majoritaires et les investisseurs minoritaires (La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer et Vishny, 1998).

Sur le plan empirique, certaines études (Denis et al, 1997 ; Anderson et Jayaraman, 1992; Kang et Shivdasani, 1995) ont mis en évidence l'efficacité de la fonction de contrôle assurée par les actionnaires majoritaires externes dans les entreprises où ils investissent. Plus précisément ces études montrent que la probabilité de rotation des cadres-dirigeants est élevée si les entreprises ont enregistré une performance faible et si le capital de ces dernières est détenu par un actionnaire majoritaire. Dans le même sillon, d'autres travaux empiriques (Nickel et al, 1997) montrent également l'existence d'une corrélation positive entre la concentration de l'actionnariat et la performance.

Kapopoulos et Lazaretou (2007) tentent d'évaluer l'impact de la structure de propriété sur la performance d'un échantillon de 175 firmes grecques cotées. Les auteurs utilisent deux

mesures de la performance à savoir le Q de Tobin et le taux de rentabilité et considèrent deux mesures de la propriété à savoir, la fraction d'actions détenue par le dirigeant et la fraction appartenant aux investisseurs importants.

De plus la propriété est considérée comme endogène. Leurs résultats suggèrent qu'une structure de propriété plus concentrée est positivement liée à la valeur de la firme. Ils trouvent également que la rentabilité de la firme requière une propriété moins diffuse.

De même, les travaux menés par Stuo (2003) et Lins (2003) montrent que la concentration du capital est positivement liée à la performance des firmes en Thaïlande et en Asie. Selon les auteurs, cette relation est d'autant plus accentuée dans les pays où la protection des actionnaires est faible. En effet, la présence d'actionnaires majoritaires dans ces pays permet d'atténuer les conflits entre les propriétés et les majoritaires.

Certains auteurs ont trouvé un impact négatif de la concentration de la propriété sur la performance de la firme. Ainsi, selon Holderness (2003), la concentration du capital peut léser les actionnaires minoritaires qui peuvent faire l'objet d'une expropriation de leurs richesses, suite à des alliances stratégiques entre actionnaires et managers. Ceci a pour effet d'accentuer la divergence d'intérêt entre ces derniers.

En outre Faccio et Lang (2000) constatent que l'expropriation est susceptible de se produire dans les firmes qui possèdent de grands actionnaires. D'une façon générale, l'expropriation aggrave le conflit d'agence et réduit la valeur marchande de la firme.

D'après André (2004), la structure de propriété au Canada est fortement concentrée. Les résultats de l'analyse multivariée indiquent une relation négative entre la concentration du capital et la performance de la firme. Beiner et al (2004) trouvent également une relation négative entre la concentration du capital et la performance des firmes suisses.

Dans le même cadre, Thomsen (2004) montre que la propriété des détenteurs de blocs a un effet négatif sur la valeur des firmes en Europe continentale ce qui n'est pas le cas pour les

entreprises américaines.

Bien que ces études énumérées mettent en évidence la relation significative (positive ou négative) entre la concentration de l'actionnariat et la performance des entreprises, d'autres recherches ont démontré l'absence de relation entre les deux paramètres étudiés. C'est dans ce sens que l'étude de Demsetz et Lehn (1985) montre que la concentration de l'actionnariat n'affecte pas le taux de rendement. Cette conclusion a été affirmée par Aggrawal et Knoeber (1996) qui mettent en évidence l'absence de relation significative entre la concentration de l'actionnariat et le Q de Tobin.

Bhagat et al (2004) ne trouvent pas de preuves soutenant un lien positif entre la concentration de la propriété et la valeur de la firme. De plus, ni l'activisme des investisseurs institutionnels ni la propriété des détenteurs de blocs ne semblent avoir un effet significatif sur la performance de l'entreprise.

En utilisant une approche d'équations simultanées, Schmid (2003) ne trouve aucun effet statistiquement significatif de la concentration de la propriété sur la valeur de la firme pour son échantillon de firmes suisses.

Thomsen et al (2005) se sont intéressés à l'impact de la participation des détenteurs de blocs sur la performance de la firme. Ils ont utilisé un échantillon de 489 firmes américaines sur la période 1990-1998. Les auteurs ont appliqué le test de Granger afin d'analyser la relation de causalité entre la concentration de la propriété et la performance de la firme mesurée par le Q de Tobin et le rendement des actifs (ROA). Les auteurs ne trouvent aucun lien de la propriété des détenteurs de blocs sur la valeur de la firme.

Rogers et al (2007) se sont intéressés au cas du Brésil. Pour tester le lien entre la concentration du capital et la performance de la firme, les auteurs ont eu recours à la méthode des moindres carrés ordinaires pour un échantillon de 176 firmes non financières publiques cotées sur la bourse de Sao Paulo sur une période de cinq ans allant de 1997 à 2001. Les

résultats empiriques montrent l'absence de lien entre la concentration de la propriété et la valeur de la firme appréciée par le Q de Tobin. Les auteurs montrent également que la concentration de la propriété peut être expliquée par la taille de la firme, par l'instabilité du marché et la réglementation.

Vera et Udego (2007) ont travaillé sur un échantillon de 95 firmes non financières cotées sur la bourse espagnole pendant la période 1998-2000. Ils ont utilisé le Q de Tobin comme mesure de la valeur de l'entreprise. Leurs résultats montrent une relation non significative entre la concentration de la propriété et la valeur de la firme. Dans un deuxième test, ils prennent en considération l'endogénéité en utilisant la technique de la régression par la méthode des doubles moindres carrés. Les auteurs montrent que la concentration de la propriété a un impact positif sur le Q de Tobin mais la relation inverse n'est pas significative.

Dans la même lignée, Lazarides et al (2009) montrent que la concentration du capital n'a pas d'impact significatif sur la performance des firmes grecques mesurée par le Q de Tobin et le rendement des actifs (ROA).

Vu la divergence des résultats empiriques, nous pouvons conclure que *«les études américaines ayant traité de la relation entre la propriété des actionnaires majoritaires et la valeur de la firme montrent qu'une telle relation est parfois négative, dans d'autres cas elle est positive mais jamais concluante»* (Denis et McConell, 2003).

H2b : La propriété des actionnaires majoritaires influence négativement la performance

2.2.3. Les investisseurs institutionnels et la performance

Le terme «investisseur institutionnel» désigne les investisseurs qui gèrent des fonds de manière professionnelle au sein d'une institution ou pour le compte de leurs clients. Ce sont généralement les banques et autres institutions de dépôt, les compagnies d'assurances, les caisses de retraite, les conseillers en placement, les courtiers en valeurs mobilières, les fonds d'investissement et les fondations.

Depuis quelques années, plusieurs recherches se sont penchées sur l'étude de l'impact de la montée en puissance des investisseurs institutionnels sur la performance des entreprises. Certaines études ont pu mettre en évidence l'effet positif de la présence des investisseurs institutionnels sur la valeur de la firme. Par exemple, Kang et Shivdasani (1995), en analysant l'impact des banques sur la probabilité de rotation des dirigeants peu performants, montrent que les entreprises affiliées à une banque principale (banque commerciale) sont davantage incitées à remplacer les dirigeants peu performants et à recruter de nouveaux dirigeants. De même, Duggal et Millar (1999) montrent qu'il existe une relation positive entre la présence des institutions financières non bancaires et la performance des entreprises.

Les résultats de Bianco et Casavola (1999) montrent aussi que dans les petites firmes, contrôlées par des actionnaires individuels, la présence des institutions financières est liée positivement au rendement des investissements et au rendement des ventes. Ce résultat a été confirmé par McConnell et Servaes (1990) en utilisant un échantillon de firmes américaines. En effet, ces derniers ont pu mettre en évidence l'existence d'une relation positive entre la fraction du capital détenue par les institutions financières et la performance des entreprises, mesurée par le Q de Tobin. Cependant, il est à remarquer que selon McConnell et Servaes (1990), la performance élevée des firmes étudiées n'est pas due à la présence d'institutions financières. En effet, ces investisseurs achètent des actions des entreprises dont la performance boursière est élevée. Dans la même lignée, Morck et al (1998) montrent que dans les entreprises non performantes la fraction du capital détenue par les banques est faible. Les auteurs ont essayé d'expliquer ce résultat par le nombre important de banques japonaises qui sont à la fois créanciers et actionnaires. Cremers et Nair (2003) soutiennent que les fonds de pension ont plus de motivation à contrôler les dirigeants et sont de plus en plus actifs que les autres actionnaires. Selon Pinto (2006), les investisseurs institutionnels ont un avantage comparatif dans le contrôle des dirigeants. D'abord, parce que ce type d'investisseurs contrôle

un plus grand bloc de votes, et par conséquent les dirigeants sont amenés à satisfaire leurs demandes. De plus, les investisseurs institutionnels apportent des changements aux structures de gouvernance en faisant pression sur les entreprises particulièrement celles qui sont la cible de prise de contrôle et celles dont les performances sont faibles. En outre les analystes suivent de plus près les transactions des entreprises qui attirent le plus d'investisseurs institutionnels. Les investisseurs institutionnels disposent de plus d'informations et de moyens pour influencer les décisions des dirigeants et peuvent affecter la valeur de la firme en vendant leur part.

D'autres recherches ont pu mettre en évidence l'absence d'effet ou l'effet négatif (significatif ou non) de la proportion du capital détenue par les investisseurs institutionnels sur la valeur de la firme. L'étude empirique de Boehmer (2000), montre que le contrôle exercé par les banques n'améliore pas toujours la performance des firmes et ceci bien que ces dernières occupent une place importante dans le financement des entreprises. Ce résultat a été confirmé par l'étude de Faccio et Lasfer (2000) qui montre que les investisseurs institutionnels et en particulier les fonds de pension n'ont aucun impact sur la performance boursière mesurée par le Q de Tobin. Dans cette étude les auteurs concluent que la taille, la structure et les objectifs des fonds de pension ne leur permettent pas d'exercer un contrôle efficace dans les entreprises qu'elles financent. Ce résultat a été mis en évidence antérieurement par plusieurs études américaines (Romano, 1994; Wahal, 1996) qui remettent en cause le contrôle efficace assuré par les fonds de pension sur les entreprises où ils investissent.

De manière similaire, Cosh et Hughes (1997) montrent que la présence significative d'institutions financières a un effet réduit sur la qualité du contrôle exercé sur les dirigeants. En effet, les auteurs montrent que les institutions financières non bancaires décident souvent de rester passives car la surveillance des dirigeants entraîne des coûts individuels tout en profitant à tous.

H2c : La propriété des investisseurs institutionnels a un impact positif sur la performance de la firme

2.2.4. Les actionnaires internes et la performance

La détention d'actions par les actionnaires est souvent présentée comme un mécanisme incitatif qui permet l'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires et qui améliore donc, à terme, la performance des entreprises.

Dans ce contexte, Jensen et Meckling (1976) affirment que la détention d'actions par les dirigeants a un effet positif sur la performance des entreprises. Toutefois en défendant leurs intérêts privés, les dirigeants vont à l'encontre de l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. Par conséquent pour résoudre les conflits d'intérêts qui existent entre le dirigeant et les actionnaires, Jensen et Meckling (1976) suggèrent qu'il faut attribuer au dirigeant une fraction élevée des actions de l'entreprise; c'est l'hypothèse d'alignement des intérêts. Cette hypothèse a été contestée par Demsetz (1983) qui montre que la détention d'actions par les dirigeants peut avoir un impact négatif sur la performance des entreprises.

Plus spécifiquement, l'étude de Demsetz (1983) indique qu'une augmentation de la part des actions détenues par les dirigeants entraîne une baisse de la performance. En effet, une fraction importante du capital détenue par les dirigeants leur permet de renforcer leur pouvoir de contrôle et les incite à défendre leurs propres intérêts et ceci au détriment des autres actionnaires.

La détention d'actions par les dirigeants peut ainsi avoir un effet négatif sur la performance; c'est l'hypothèse de l'enracinement. Par conséquent « *l'effet de la propriété managériale sur la valeur de la firme dépend de l'arbitrage entre les effets d'alignements et d'enracinement* » (Denis et McConnell, 2003, p 3).

Au niveau empirique la plupart des études supposent que les deux hypothèses citées ci-dessus existent simultanément. Donc la combinaison de ces deux thèses crée une relation non

linéaire entre la fraction du capital détenue par les dirigeants et la performance des entreprises.

Les pionniers d'une telle combinaison sont Morck et al (1988) qui en analysant la relation entre le pourcentage d'actions détenues par les dirigeants, et la performance, montrent qu'il existe une relation non linéaire entre les deux paramètres étudiés. Un tel résultat a été confirmé ultérieurement par plusieurs études empiriques (McConnell et Servaes, 1990; Hermalin et Weisbach, 1991 ; Short et Keasey, 1999 ; Kang et Shivdasani, 1999). Récemment, dans une étude de l'industrie d'électronique de Taiwan, Sheu et Yang (2005), trouvent que la propriété des internes (les dirigeants, les administrateurs et les actionnaires majoritaires) n'a aucune influence sur la productivité totale.

2.2.5. L'actionnariat salarié et la performance

La théorie des droits de propriété considère négativement la participation des salariés au capital de la firme. Au contraire, la théorie d'agence montre que l'association des salariés au capital permet d'aligner les intérêts des différentes parties. En effet, l'actionnariat salarié permet de réduire les coûts d'agence et favorise une coopération entre les actionnaires et les salariés.

Selon Autenne (2005, p273), « l'octroi de rémunérations liées à la performance de l'entreprise va inciter les travailleurs à adopter des comportements ayant un impact positif sur cette performance et donc sur le niveau de rémunération ». Kruse et Blasi (1997), Sesil et al (2001) et Kruse (2002), montrent un lien positif et significatif entre l'actionnariat salarié et la performance de la firme.

Trébucp et d'Arcimoles (2002) montrent que l'actionnariat salarié est positivement lié à la performance des entreprises françaises. Les firmes avec un actionnariat salarié se caractérisent par une performance supérieure, associée à un risque spécifique plus faible mais un risque systématique plus élevé.

Plus récemment, Faleye et al (2006) montrent que les entreprises ayant des niveaux significatifs d'actionnariat salarié (au-delà de 5 % de capital) ont une performance moins élevée que les autres firmes.

H2d : La présence d'un actionnariat salarié impacte positivement la performance des entreprises

2.3. La rémunération et performance

Plusieurs travaux ont étudié la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises. La majorité des études faites s'inspire de la relation d'agence qui stipule que la rémunération incite le manager à prendre des décisions conformes à la maximisation de la valeur de la firme. En effet, la manière de rémunérer le dirigeant peut avoir un effet sur sa motivation et la qualité des décisions qu'il devra prendre. Dès lors, dans les années 1990, les chercheurs ont argumenté en faveur de la rémunération comme mécanisme qui permet d'aligner les intérêts des actionnaires et des dirigeants. A cet effet, Stern et Stewart (1991), Allaire et Firsirotu (1993) et Rappaport (1998) avancent que pour inciter les managers à accroître la valeur actionnariale, la firme doit développer des systèmes de rémunération et de récompense pour motiver les managers à créer de la valeur. Ainsi, le salaire de base, s'il est renégocié régulièrement permet de résoudre les conflits entre actionnaires et dirigeants.

Cependant, il peut présenter des inconvénients si le dirigeant a tendance à accroître ses prélèvements, à limiter le recours à l'endettement et à passer à coté d'opportunités d'investissements. De plus, en attribuant au dirigeant une rémunération indexée sur certains critères de performance, les actionnaires, souhaitent inciter les dirigeants à prendre des décisions allant dans le sens de la maximisation de leurs intérêts, motiver les managers à améliorer les résultats futurs de l'entreprise, récompenser les performances individuelles et les inciter à se préoccuper de la performance de l'entreprise à long terme.

Cependant, l'accroissement spectaculaire de la rémunération du dirigeant pendant les deux dernières décennies a fait l'objet de plusieurs critiques, qui se sont intensifiées suite aux scandales financiers qui ont éclaté à la fin de 2001. La vague de scandales d'entreprise a ébranlé la confiance des actionnaires et a attiré l'attention sur les imperfections possibles dans les pratiques de rémunération des dirigeants. En conséquence, beaucoup semblent reconnaître que plusieurs conseils ont mis en place des politiques de rémunération qui ne servent pas réellement les intérêts des actionnaires.

Jensen et Murphy (1990) examinent la sensibilité de la rémunération de 1688 entreprises américaines et la performance pour la période 1974 - 1986. Ils trouvent une relation très atténuée entre les deux variables et concluent à l'inefficacité du système de rémunération de ces entreprises. En effet, les auteurs concluent que la plupart des contrats de rémunération sont caractérisés par une absence générale de motivations réelles du dirigeant.

De même, Leonard (1990) examine également l'effet des politiques de rémunération et la structure organisationnelle sur la performance de 439 entreprises américaines de grande taille sur la période 1981-1985. L'auteur constate que les mesures comptables de la performance ne sont pas significativement liées aux niveaux de rémunération des dirigeants.

Pour le Royaume Uni, Gregg et al (1993) ont utilisé le rendement des fonds propres (ROE) comme mesure de performance pour étudier la relation entre la rémunération et la performance de 288 entreprises anglaises sur la période 1983-1991. Ils trouvent une relation très faible entre la rémunération et la performance pendant la période 1983-1988 et aucune relation après cette période.

En étudiant le cas de la France, Pige (1997) a trouvé que la relation entre performance et rémunération est faible et n'est significative que pour la composante variable de la rémunération.

Des études plus récentes se sont intéressées également à la relation entre la rémunération des dirigeants et la valeur de l'entreprise. En effet, Andjelkobic et al (2000), Collins (2001) et Coles (2001) n'ont trouvé aucune relation positive entre la rémunération et la performance. De même, Brown et Caylor (2004) ne trouvent aucune preuve que la performance ou la valeur de l'entreprise ait une quelconque relation positive avec la rémunération de dirigeants sous forme de stock options.

Dans le contexte australien, Shields et al (2003) ont entrepris une étude de 150 des plus grandes sociétés australiennes et ont conclu qu'il n'y avait pas de lien positif entre une importante rémunération et la performance. Les auteurs avancent que les politiques de rémunération excessives des dirigeants ne sont pas forcément efficaces pour inciter les dirigeants à être plus performants.

En utilisant un échantillon de 73 entreprises cotées de la Nouvelle Zélande sur la période 1994-1998, Elayan et al (2001) examinent la relation entre la rémunération incitative et la performance de l'entreprise. Les résultats empiriques montrent que la taille de l'entreprise ainsi que le risque sont des facteurs importants qui affectent le niveau de la rémunération des dirigeants. Les résultats montrent aussi que ni le niveau de la rémunération ni l'adoption d'incitations financières n'ont d'impact sur la performance de l'entreprise.

Dans leur ouvrage « *Pay Without Performance* », Bebchuk et Fried (2004) critiquent les pratiques de rémunération aux Etats Unis et avancent que ces dernières ont échoué et que des réformes sont nécessaires : Selon les auteurs, ces pratiques vont à l'encontre des intérêts des actionnaires puisque les contrats d'embauche des dirigeants sont le produit du pouvoir des managers. De plus, les auteurs prétendent que les dirigeants sont excessivement rémunérés à cause de la faiblesse des comités de rémunération qui n'interfèrent pas assez dans les négociations avec les dirigeants. Frey (2003) suggère également que la rémunération basée sur les performances (grâce aux stocks options) a conduit à une explosion dans les salaires.

Ces deniers ont même continué à augmenter alors que les prix des actions ont chuté. Selon l'auteur, la rémunération des dirigeants a peu à voir avec la performance. Au contraire, la raison de l'augmentation de la rémunération est due au fait que les dirigeants sont capables d'exercer un contrôle sur l'argent qu'ils perçoivent. Plus encore, ils peuvent agir à court terme sur les prix des actions, ou revaloriser leurs stocks options.

Quelques recherches ont étudié la relation de causalité entre la rémunération des dirigeants et la performance. La plupart d'entre elles ont échoué à trouver des liens entre ces deux variables. Ceci est d'autant plus visible avec les rémunérations sous forme de salaire et de bonus plutôt que les « stock options » et les primes (Palia, 2001).

En tenant compte de l'effet de causalité, Jog et Dutta (2004) tentent d'élucider la nature de la relation entre la rémunération du dirigeant et la performance de l'entreprise. Ils utilisent un échantillon de grandes firmes canadiennes, les auteurs constatent que la bonne gouvernance appréciée par la rémunération du dirigeant semble avoir peu d'impact et même pas de relation avec la performance. Ils trouvent que la rémunération des dirigeants est déterminée par la taille de l'entreprise et non par sa performance.

Plus récemment, plusieurs travaux ont étudié l'association entre la rémunération et la tendance des sociétés à commettre des fraudes, ou à être poursuivies en justice. En général, ces travaux constatent que plus la rémunération est importante, plus grande sera la probabilité d'activités frauduleuses. (Agrawal et Chadha, 2005; Burns et Kedia, 2004; Johnson et al, 2005 et Peng et Roell, 2005).

D'autres études ont cherché à trouver les vrais déterminants de la rémunération qui peuvent être liés aux caractéristiques du conseil d'administration, à la structure de propriété ou aux caractéristiques propres de l'entreprise. Conyon et Murphy (2000) comparent la rémunération des dirigeants aux Etats Unis et en Angleterre et trouvent que les déterminants sont les mêmes, bien que l'environnement institutionnel soit différent entre les deux pays.

Cyert et al (2002), en évaluant les déterminants de la rémunération au début des années 90 pour des entreprises américaines publiques, constatent que les CEO's qui occupent également la fonction de président du conseil d'administration reçoivent des rémunérations plus élevées. Fernandez (2005) trouve que la taille de l'entreprise est le déterminant principal de la rémunération. Cependant la performance n'est pas associée à la rémunération que celle-ci soit fixe ou variable. Pukthianthong et al (2004) et Talmor et Wallace (2001) ont étudié la rémunération du CEO pour le secteur des services financiers aux Etats Unis. Ils trouvent que certains mécanismes de la gouvernance tels que les caractéristiques du conseil d'administration et la structure de propriété sont des déterminants de la variation de la rémunération entre les firmes.

Plusieurs auteurs se sont intéressés à la relation qui existe entre la gouvernance d'entreprise et la rémunération. Core et al (1999) étudient d'entreprises américaines de grande taille pendant une période de trois ans. Ils supposent que les firmes qui ont une mauvaise gouvernance font face à des coûts d'agence importants et que le dirigeant a une rémunération trop élevée.

Fung et al (2001) ont étudié la rémunération dans le contexte chinois. Ils ont examiné l'impact de la gouvernance sur les entreprises privées en Chine. Ils trouvent que la gouvernance a un impact significatif sur la rémunération. Cependant la nature de la relation entre les variables est différente des travaux antérieurs ; Les firmes qui ont un grand nombre d'administrateurs tendent à réduire la rémunération du dirigeant ce qui est contraire aux études faites sur le cas américain qui montrent que les conseils d'administration de grande taille ont tendance à augmenter la rémunération du dirigeant.

Enfin, Davila et Penalva (2004) trouvent qu'une mauvaise gouvernance d'entreprise résulte de contrats de rémunération qui mettent l'accent sur les mesures comptables plutôt que les rendements du marché. Ils affirment cependant qu'une mauvaise gouvernance est associée à une faible variabilité de la rémunération.

2.4. Les caractéristiques du dirigeant

Les études empiriques sur le lien entre les caractéristiques des dirigeants et la performance des entreprises restent rares. Aux États-Unis, la littérature est consacrée principalement à la définition des *corporate elite*, et notamment du "coeur d'élite" (Useem et Karabel, 1986, d'Aveni et Kesner, 1993), à une description des dirigeants en place ou des effets de réseaux.

Pour Cappelli et Hamori (2005), les élites américaines sont constituées des dirigeants diplômés de huit institutions : les *Ivy League Schools* (Brown, Columbia, Cornell, Dartmouth, Harvard, Penn, Princeton, et Yale).

Dans ce contexte, Schatt et Allemand (2010) ont analysé l'impact de la formation du dirigeant, en tenant compte simultanément de son expérience, ainsi que de la structure de propriété qui détermine à la fois les incitations du dirigeant et ses contraintes en matière de prise de décision. Une telle étude reste relativement rare dans la littérature. Par exemple, Bertrand et Schoar (2003) se sont intéressés à deux caractéristiques des dirigeants pour expliquer leurs décisions : l'obtention d'un *Master in Business Administration* (formation) et leur âge (expérience).

Trois principaux courants de littérature permettent de justifier un impact différent de la formation « élitiste » des dirigeants sur la performance des firmes : la théorie des échelons supérieurs, qui se préoccupe des caractéristiques des dirigeants, notamment leur formation, pour expliquer leurs choix stratégiques ; la « *Resource Based View* », qui s'intéresse aux facteurs clés de succès des entreprises, dont fait partie le capital humain managérial ; et, enfin, l'analyse sociologique des réseaux, qui analyse les effets bénéfiques qui résultent des réseaux de dirigeants (les cercles sociaux, ou les "petits mondes de l'élite").

Selon la théorie des échelons supérieurs, développée par Hambrick et Mason (1984) et synthétisée récemment par Hambrick (2007), la performance des entreprises dépend des caractéristiques des dirigeants, notamment de leur formation et de leur expérience.

La formation, reflétant la base cognitive du dirigeant, agirait, au même titre que d'autres idiosyncrasies, sur sa perception et son interprétation des situations auxquelles il est confronté. Si l'on considère que le système éducatif élitiste français permet, d'une part, de sélectionner les étudiants disposant de solides capacités d'analyse et de synthèse, d'autre part, de proposer des formations de haut niveau dans les grandes écoles, alors on peut penser que les dirigeants issus des grandes écoles devraient être capables de prendre de meilleures décisions que les dirigeants qui n'ont pas été en mesure de suivre le même parcours de formation.

L'influence de la formation élitiste des dirigeants sur la performance se justifie également en tant que source d'avantage concurrentiel. Pour les tenants de la *Resource Based View*, développée par Barney (1991), l'avantage concurrentiel d'une entreprise réside principalement dans l'existence de ressources rares, imparfaitement imitables par les concurrents et valorisables. Le capital humain managérial est valorisable, imparfaitement imitable et rare, car comme l'explique Barney (1991), rare ne signifie pas unique mais réservé à un petit nombre. Castanias et Helfat (1991, 2001), qui s'intéressent à la formation comme élément du capital humain managérial, précisent le rôle clé joué par les ressources managériales pour expliquer la création de valeur de l'entreprise et l'existence de rentes managériales. Le système élitiste français s'inscrit parfaitement dans cette perspective, puisque les élites sont rares et disposent de compétences spécifiques (capacité d'analyse et de synthèse) difficilement imitables. D'autres capacités managériales contribuent également à la rareté et à l'imparfaite imitation du capital humain du dirigeant, en particulier l'expérience et les compétences développées au cours de la vie professionnelle. Dans la mesure où la formation détermine les opportunités de carrière et le parcours des dirigeants, elle joue un rôle primordial dans le processus de formation du capital humain. En fait, il est possible que le

talent managérial soit détecté très tôt, grâce au passage par les écoles les plus prestigieuses, tant en France que dans les pays anglo-saxons (McLean et al, 2006).

Enfin, l'influence de la formation élitiste des dirigeants sur la performance peut aussi s'expliquer par l'appartenance à des réseaux (Mizruchi, 1996). Le passage par une GE permet aux futurs dirigeants de nouer plus facilement des alliances industrielles, des partenariats et favorise de nouveaux contacts et la négociation d'accords (Geletkanycz et Hambrick, 1997).

L'accès à certaines informations peut également s'en trouver facilité (Haunschild et Beckman, 1998), ainsi que l'influence exercée sur la réglementation concernant les activités des entreprises, dans la mesure où les dirigeants issus des grandes écoles ont souvent côtoyé des personnalités du monde politique et économique.

Ces trois courants de littérature permettent donc d'avancer que la formation élitiste des grandes écoles, suivie par certains dirigeants français, devrait être synonyme de performance supérieure pour les entreprises qu'ils dirigent, parce que leur capacité d'analyse et de synthèse est supérieure (compétences rares et imparfaitement imitables) et que le passage par les grandes écoles facilite l'accès à certains réseaux sociaux.

Les résultats obtenus par d'Aveni (1990) et Bertrand et Schoar (2003) tendent à confirmer le rôle positif joué par la formation (et l'expérience) des dirigeants sur la performance des entreprises. Dans l'étude de d'Aveni (1990), portant sur un échantillon de 114 firmes américaines entre 1972 et 1982, les entreprises en difficulté ayant des dirigeants issus des formations élitistes faisaient moins l'objet d'un dépôt de bilan, leur prestige leur permettant de garder plus longtemps la confiance des prêteurs.

Bertrand et Schoar (2003), analysant l'impact des caractéristiques managériales sur la performance à partir d'un échantillon de dirigeants (CEO) de Forbes 800 entre 1969 et 1999, constataient que la rentabilité économique (ROA) était plus élevée dans les firmes où le dirigeant était titulaire d'un MBA.

En France, deux études ont été réalisées, mais elles se différencient significativement de la nôtre. Nguyen-Dang (2005), analysant 200 grandes entreprises entre 1994 et 2001, a conclu que les dirigeants issus de formations élitistes étaient moins performants que les autres dirigeants. Sa définition des élites est plus large que la notre, puisqu'elle intègre les diplômés de l'ENA (Ecole Nationale d'Administration). Par ailleurs, sa mesure de performance, à savoir la variation du ROA l'année du changement de dirigeant, limite la portée des résultats, puisqu'elle suppose que les effets de l'arrivée d'un nouveau dirigeant se font ressentir à court terme. Bertrand et al (2004) ont constaté que le ROA des firmes françaises cotées en bourse entre 1989 et 2002, ayant à leur tête des dirigeants faisant partie de l'élite, était inférieur à celui des firmes des autres dirigeants ne bénéficiaient pas de réseaux sociaux. Leur définition de l'élite est également différente de la nôtre, puisqu'ils considèrent uniquement les diplômés de l'école Polytechnique, de l'ENA et les dirigeants qui sont passés par un ministère, pour vérifier l'influence des connexions avec le monde politique sur la performance des entreprises. De plus, leurs travaux ne permettent pas de conclure sur les effets à long terme de la formation des dirigeants, puisque ceux-ci sont restés en moyenne cinq ans dans leur échantillon, le minimum étant de trois ans. Selon cette littérature, nous pouvons dire qu'il existe un lien entre ces dernières et la performance de la firme. Par conséquent, nous pouvons avancer l'hypothèse suivante :

H3 : Les caractéristiques du dirigeant constitue une « bonne pratique » de gouvernance qui a un impact significatif sur la performance de la firme

A partir de cette hypothèse centrale, nous formulons les hypothèses complémentaires suivantes :

H3a : La performance des entreprises dirigées par des élites est supérieure à celle des autres entreprises.

H3b : L'ancienneté du dirigeant a un impact négatif sur la performance

H3c : L'âge du dirigeant influence positivement la performance

H3d : La rémunération du dirigeant impacte négativement la performance

3. Les scores de gouvernance

Dans une période de marchés volatils et incertains, comme indiqués par les échecs d'entreprises récents, les investisseurs institutionnels les plus exigeants cherchent à placer leurs fonds dans les compagnies les mieux gouvernées. En effet, plusieurs agences de notation ont pris l'initiative d'évaluer la qualité du système de gouvernement d'entreprise. Dans ce cadre d'analyse, Standard & Poor's (2002) a lancé une notation spécifique dans le domaine de gouvernement d'entreprise. Le « *Corporate Governance Score* » exprime l'opinion de l'agence sur les principes de gouvernance adoptés par l'entreprise, et plus précisément sur la façon dont ils sont appliqués. Il s'agit d'une synthèse des politiques internationales, des procédures actuelles et de la gouvernance. Pour S&P, la qualité de la gouvernance peut être étudiée en se basant sur quatre thèmes à savoir : la structure de propriété et sa concentration, la nature des relations qui lient les différents acteurs, la transparence et la divulgation de l'information et la structure du conseil d'administration et son fonctionnement. Le score est le résultat d'un calcul fondé sur une analyse détaillée des rapports de gestion et d'autres documents de la compagnie, plus, comme dans les méthodologies classiques de notation, des entretiens avec des dirigeants de l'entreprise. Le score repose sur une échelle de 1 à 10, du score le plus faible CGS-1 au score le plus élevé CGS-10 (Bradley, 2004).

De manière similaire, l'Institutionnel Shareholders Service (ISS) a développé en 2003 un indice de gouvernance prenant en considération 61 variables relatives au conseil d'administration, la rémunération du dirigeant, la structure de propriété, les pilules empoisonnées, la structure de capital et autres facteurs qualitatifs (l'âge de la retraite des

administrateurs, les réunions des administrateurs externes, le plan de succession du dirigeant..).

Dans le même cadre d'analyse, GovernanceMetrics International (GMI) a également développé un système évaluant le niveau de gouvernement d'entreprise (CG) basé sur des données de sources publiques et de l'information privée (par ex. les entretiens approfondis avec la direction et les membres de conseil). Les critères de classement de GMI sont basés sur les points de plus de 600 données qui peuvent être regroupées en sept catégories : la responsabilité de conseil, la révélation financière, les droits des actionnaires, les politiques de rémunération, le contrôle interne, la structure du capital et la réputation de l'entreprise. Les compagnies sont évaluées sur une échelle de 1 à 10 (Sherman, 2004).

Dans le même cadre, *Crédit Lyonnais Securities Asia* (CLSA), a calculé un score de gouvernance pour un échantillon composé de 495 firmes appartenant à 25 marchés émergents et 18 secteurs pour l'année 2008. Leur score est calculé en se basant sur 57 variables binaires (questions) relatives à la divulgation de l'information, le fonctionnement du conseil d'administration, le rôle du comité d'audit, les caractéristiques des dirigeants.... Il est à signaler que 70 % de leurs variables sont subjectives alors que le reste nécessite une réflexion et une interprétation de la part des analystes. Aussi, cet organisme utilise les firmes de grande taille qui attirent les investisseurs institutionnels afin d'évaluer leur système de gouvernement. Selon Dunerv et Kim (2005), la sélection de l'échantillon dans le calcul du score de CLSA est biaisée. En effet, les firmes qui vont coopérer avec CLSA pour l'évaluation de leur système de gouvernance sont les entreprises qui possèdent une bonne gouvernance. Les auteurs montrent que l'un des intérêts des agences de notation est d'évaluer les entreprises qui ont des caractéristiques différentes, ce qui n'est pas le cas pour l'étude réalisée par CLSA (2001).

Plusieurs études se sont intéressées à évaluer la qualité du système de gouvernement d'entreprise. Pour cela, plusieurs variables ont été utilisées pour mesurer le score de

gouvernance. Toutefois, la majorité de ces études ont porté sur la transparence et la divulgation de l'information, les pratiques du conseil d'administration et en particulier les réunions, la dualité du dirigeant et la présence des administrateurs externes et la structure de propriété.

Certaines études se sont aussi basées sur les scores de gouvernance développés par les agences afin d'effectuer leurs études. Dans ce cadre, Doidge et al (2004) ont utilisé les scores de CLSA (2001) et ceux de S&P (2002) afin de comparer les systèmes de gouvernement des entreprises appartenant à différents pays. Les auteurs montrent que les scores de gouvernance sont influencés plus par les caractéristiques des pays que par les caractéristiques des firmes. Toutefois, la différence dans la qualité du système de gouvernance, dans les pays développés, est attribuée aux caractéristiques des entreprises.

De manière similaire et en se basant sur les scores calculés par CLSA (2001) et S&P (2002), Dunerv et Kim (2005) ont étudié le lien entre la bonne gouvernance et le potentiel des investissements. Ils ont montré que les entreprises ayant des meilleures pratiques de gouvernance investissent beaucoup plus que les autres entreprises et possèdent aussi une valeur élevée sur le marché. Les auteurs montrent aussi que la structure de capital concentrée et le recours aux sources de financement externes améliorent le score de gouvernance des firmes. Un tel effet est moins important dans un pays où la protection légale est forte. Enfin, Dunerv et Kim (2005) montrent que les entreprises appartenant à un pays où la protection légale est faible possèdent une qualité de gouvernance non optimale. Toutefois le score de gouvernance s'améliore dans les nations où la protection juridique est forte.

D'autres recherches (Felton et al, 1996; Byrne, 1996) ont essayé de développer un score de gouvernance pour le fonctionnement du conseil d'administration au sein de l'entreprise. Ces dernières études montrent que les firmes doivent avoir un nombre important d'administrateurs externes. Aussi, les conseils d'administration doivent comprendre des administrateurs

indépendants n'ayant aucun rapport avec le dirigeant. Enfin, les administrateurs doivent posséder une fraction considérable des actions, doivent recevoir une partie de leur salaire sous forme d'actions et doivent être évalués d'une manière formelle.

D'autres recherches ont essayé de développer des scores de gouvernance reflétant un certain nombre de critères. Dans ce sens, Black (2001) a examiné le rapport entre la qualité de la gouvernance et la valeur de la firme pour un échantillon de 21 sociétés russes en employant les scores de gouvernance développés par la banque d'affaires de Brunswick Warburg. Il a intégré dans son étude des critères concernant le risque de faillite de la firme, la présence des actionnaires étrangers et la nature des relations entre actionnaires-dirigeants.

Dans le même esprit, Black et al (2004), Drobetz et al (2004) ont introduit d'autres critères et variables afin d'établir un score de gouvernance. En effet, ils ont incorporé le comité d'audit et l'audit interne comme élément spécifique à leur étude. Ils soutiennent qu'une bonne gouvernance d'entreprise est principalement représentée par le processus d'audit.

Dans le même cadre, Tsipouri et Xanthakis (2004) et Beiner et Schmid (2005) ont développé un score de gouvernance basé sur le comité d'audit et le contrôle interne.

De même, Pajuste (2002) montre que la réglementation du marché est un facteur déterminant de la qualité de la gestion et du contrôle de l'entreprise.

Étant donnée l'importance des droits des actionnaires, Alves et Mendes (2002) ont calculé un indice de gouvernance basé sur les droits de votes et le traitement équitable des actionnaires. En effet, les auteurs ont montré qu'une bonne protection des droits des actionnaires a pour conséquence une gouvernance efficace.

De la même manière, Brown et Caylor (2004) ont intégré trois autres critères de gouvernance relatifs à l'âge de retraite des administrateurs, l'éducation des administrateurs et la politique de rémunération des dirigeants et des administrateurs. Dans leur étude, la variable d'éducation des administrateurs fait référence à l'existence d'au moins un administrateur qui a participé au

programme d'éducation de l'Institutional Shareholders Service.

Se basant sur 188 compagnies de six marchés émergents, Campos et al (2002) ont étudié le lien existant entre la gouvernance et la valeur de l'entreprise. Leur approche consiste à évaluer 15 critères de gouvernance d'entreprise. Ils ont montré que le bon gouvernement d'entreprise est récompensé par une évaluation plus élevée du marché. Les investisseurs sont de plus en plus confiants envers une compagnie qui investit dans les droits de l'actionnaire, dans la transparence de l'information et dans l'indépendance du conseil d'administration.

Black et al (2003) ont montré que la gouvernance d'entreprise représente un facteur important en expliquant la valeur des sociétés anonymes coréennes. Pour ce faire, ils ont construit un indice de gouvernance d'entreprise de 526 compagnies basé sur six critères, les droits de l'actionnaire, le conseil d'administration, le processus d'audit, les directeurs indépendants, la transparence de l'information et de la structure de propriété.

Il est aussi à remarquer que certains auteurs ont essayé de synthétiser les pratiques de gouvernance pour un échantillon bien spécifique. Dans ce contexte, Palepu et al (2002) ont calculé un indice de gouvernance pour les entreprises indiennes qui sont caractérisées par une expropriation des minoritaires. Les auteurs montrent une corrélation positive entre le score de gouvernance et le système anglo-saxon (importance de la divulgation de l'information, les conseils d'administration sont composés d'administrateurs externes et indépendants ...). En d'autres termes, lorsqu'une entreprise possède un score de gouvernance élevé son système de contrôle est très proche du système anglo-saxon. Ce résultat vient infirmer ceux des études empiriques antérieures qui montrent que pour les dirigeants des entreprises appartenant aux marchés émergents, les standards de gouvernance, et en particulier ceux des modèles américains et britanniques, ne peuvent pas être appliqués au sein de ces firmes et ceci en raison des différences culturelles.

Mohanty (2003) adopte une autre démarche dans le calcul du score de gouvernance. Cette démarche repose sur la définition d'une bonne gouvernance. Selon l'auteur, une firme ayant une bonne gouvernance est une firme qui paie des impôts à l'Etat. Aussi, le comportement de l'entreprise peut prendre trois formes à savoir la forme positive, négative et neutre qui diffèrent selon le degré de prise en considération des intérêts des 'stakeholders' (respectivement : Elevé, approprié, réduit). Ainsi, en essayant d'identifier la nature de la relation de la firme avec chaque acteur, Mohanty (2003) a pu construire une matrice prenant en considération sept acteurs et les trois formes définies. Une telle matrice met en évidence 19 relations liant l'entreprise et son environnement. Cette étude se distingue des autres études citées ci-dessus par la méthode de calcul du score. Mohanty (2003) calcule un indice de gouvernance en attribuant des pondérations différentes pour chaque acteur et pour chaque forme de gouvernance. Néanmoins cette méthode n'est pas objective car un changement des pondérations des 19 critères de gouvernance retenus a pour conséquence des indices différents (et probablement des conclusions différentes).

Bai et al (2004) se sont basés sur huit variables de gouvernance d'entreprise classées en deux catégories selon leur contribution dans l'amélioration de la gouvernance. La première catégorie prend en considération les variables qui sont supposées avoir un impact négatif sur le système de gouvernance à savoir, la part de capital détenue par le premier actionnaire, la dualité du dirigeant, si l'Etat est le premier actionnaire et enfin si la firme est une filiale. La deuxième catégorie englobe les variables qui contribuent à l'amélioration de la gouvernance telles que la proportion des administrateurs externes, le pourcentage du capital détenu par les responsables de la direction les plus importants et le degré de concentration du capital. Les auteurs ont eu recours à une analyse factorielle pour synthétiser les critères relatifs à la gouvernance en un seul axe reflétant les pratiques de gouvernance au sein de 1004 firmes. Ils ont pu vérifier que la première catégorie contribue négativement à l'amélioration de la

gouvernance alors que la deuxième catégorie permet d'avoir une bonne gouvernance.

Gompers et al (2003) ont calculé un score de gouvernance basé sur 24 clauses ayant pour but de réduire le droit des actionnaires en cas de prise de contrôle ou ces clauses sont représentées par des variables binaires. Ainsi si la firme opte pour la clause en question les auteurs ajoutent un point à l'indice calculé. Dans le cas contraire l'indice reste inchangé. Donc selon les auteurs, l'adoption d'une clause visant à réduire les droits des actionnaires peut être interprétée comme une augmentation du pouvoir des dirigeants. Néanmoins selon Brown et Caylor (2004) et Cremer et Nair (2004), l'indice calculé par Gompers et al (2003) est beaucoup plus un indice de protection des actionnaires contre les prises de contrôle qu'un indice de gouvernance.

L'étude de Gompers et al (2003) est devenue une référence pour plusieurs études. En effet, certaines recherches (Amit et Villalonga, 2004 ; Core et al, 2004 ; Cremer et al, 2004; Cremer et Nair, 2004 ; Fahlenbrach, 2004 ; Harford et al, 2004, Klock et al, 2004; Litov, 2005; Yermack, 2005 ; Chava et al, 2005) se sont basées sur le score développé par Gompers et al (2003) afin de mener leurs tests empiriques.

Dans ce contexte, Cremer et Nair (2004) ont développé un indice de gouvernance basé sur les mécanismes internes et externes. En effet, les auteurs ont utilisé comme *proxy* pour les mécanismes externes l'indice de protection contre les prises de contrôle calculé par Gompers et al (2003). Alors que pour les mécanismes internes, Cremer et Nair (2004) ont utilisé deux variables à savoir : Les parts du capital détenues par les investisseurs institutionnels et les fonds de pension. En effet, les auteurs montrent qu'une bonne protection des droits des actionnaires (à travers l'indice de Gompers et al, 2003) a pour conséquence une gouvernance plus efficace si on combine ce facteur avec des mécanismes de contrôle internes.

De plus, Ashbaugh et al (2004) montrent que l'annotation de rating est liée positivement à la faible protection des droits des actionnaires en termes de défense contre les prises de contrôle

(ayant pour *proxy* l'indice calculé par Gompers et al, 2003).

En s'inspirant de l'étude de Gompers et al (2003), Bebchuk et al (2004) ont développé un indice de gouvernance ou *d'enracinement*. Ce dernier est basé sur six provisions parmi 24 considérées par Gompers et al (2003). Selon Bebchuk et al (2004) les six provisions choisies sont ceux qui intéressent le plus le public en général (tels que les investisseurs, les analystes, les chercheurs ...).

Enfin, et pour étudier la réaction des investisseurs et des analystes vis-à-vis de la bonne gouvernance, Core et al (2004) ont eu recours à l'indice de Gompers et al (2003).

Ayant calculé ces indices de gouvernance, différentes études et en particulier l'étude de CLSA (2001) montrent que les firmes ayant un indice de gouvernance élevé ont un rendement des actions important. Néanmoins de tels résultats ont été critiqués par plusieurs études (telle que Klapper, 2004). Une telle conclusion a été affirmée par les recherches qui ont développé leurs propres indices (Black, 2001 ; Alves et Mendes, 2004; Campos et al, 2002; Black et al, 2004; Bai et al, 2004 ; Drobetz et al, 2004 ; Mohanty, 2003 ; Bebchuk et al, 2004 ; Brown et Caylor, 2004 ; Cremer et Nair, 2004 ; Core et al, 2004).

Xanthakis et al (2005) ont mesuré le degré de conformité des compagnies grecques avec les meilleures pratiques internationales en matière de gouvernance d'entreprise. D'après leur étude, les entreprises grecques démontrent un degré de conformité assez satisfaisant aux principes d'OCDE relatifs à la gouvernance d'entreprise. La conformité la plus élevée est liée au critère des droits des actionnaires, alors qu'il reste encore des progrès à faire au sujet du rôle des parties prenantes, de la fréquence de l'élection des directeurs non exécutifs et d'information sur la rémunération du CEO.

En résumé, il est bien clair que ces dernières années l'évaluation du système de gouvernance reste encore le sujet de nombreux débats et discussions. En effet, les compagnies ne peuvent pas ignorer la pression de la part des actionnaires et des forces du marché pour un bon

système de gouvernance d'entreprise. De plus en plus, les investisseurs exigent des compagnies la mise en place des principes rigoureux de gouvernement d'entreprise afin de réaliser de meilleures rentabilités sur leurs investissements. En effet, une majorité d'investisseurs sont prêts à payer une prime pour les compagnies avec des niveaux élevés de gouvernement. À cet égard, la mise en place de mécanismes appropriés de gouvernance d'entreprise fournit à la compagnie un avantage concurrentiel en attirant le capital, réduisant les risques financiers pour les investisseurs et par conséquent, le coût du capital.

Quel que soit le processus de notation employé par les agences de notation dans leur évaluation de la qualité du système de gouvernance d'entreprise, ils ont pour point commun d'engendrer un score de gouvernance d'entreprise. Nous constatons une diversité dans le choix des thèmes à évaluer et des méthodes de calcul utilisées. Cette diversité permet de conclure que le respect des standards de gouvernance d'entreprise permet d'engendrer (de réaliser) une bonne gouvernance d'entreprise.

A la lumière de ces résultats, nous formulons l'hypothèse suivante :

H4 : Les autres caractéristiques de la firme représentent un facteur déterminant de la bonne gouvernance basée sur la performance de la firme.

Cette hypothèse peut être divisée en trois sous hypothèses :

H4a : Les mécanismes internes de l'entreprise sont positivement liés au score de gouvernance basé sur la performance de la firme

H4b : Les firmes dont le score de gouvernance est considérable minimisent les coûts d'agence

H4c : L'appartenance à un secteur influence significativement le score de gouvernance de la firme.

4. Effet de causalité entre gouvernance et performance

La plupart des chercheurs ont analysé la relation entre la gouvernance d'entreprise et la performance de la firme en supposant que la gouvernance est une variable exogène dans la régression de la performance de la firme. Cependant, de plus en plus de recherches récentes prennent en compte le caractère endogène de certaines variables de gouvernance.

Certains auteurs se sont attardés à dégager la relation entre la propriété managériale en la considérant comme endogène avec la performance de l'entreprise.

Chen et al, (2003) ont analysé la relation entre la propriété du dirigeant et le Q de Tobin pour 123 sociétés japonaises de 1987 à 1995. Dans une première partie, les auteurs ont utilisé des régressions par la méthode des moindres carrés ordinaires et ont trouvé une relation négative entre le Q de Tobin et la propriété des dirigeants lorsque la participation est faible.

En contrôlant les effets fixes, suggérés par la littérature récente, les auteurs aboutissent à une conclusion différente : ils constatent que le Q de Tobin augmente d'une manière monotone avec la propriété managériale. Ces résultats suggèrent que lorsque la propriété managériale augmente, il y a un alignement des intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. Cette relation persiste lorsque la participation du dirigeant et le Q de Tobin sont considérés comme des variables endogènes dans un système à équations simultanées.

Davies et al, (2005) ont étudié la relation entre la propriété managériale et le Q de Tobin sur la période 1995-1997 pour 802 sociétés industrielles cotées sur la bourse de Londres. Les auteurs montrent qu'en contrôlant l'endogénéité, non seulement la valeur de l'entreprise est un déterminant de la propriété managériale mais la propriété managériale est aussi un déterminant de la valeur de l'entreprise appréciée par le Q de Tobin.

D'autres auteurs se sont intéressés aux caractéristiques du conseil d'administration. Bhagat et Black (2002) indiquent que la composition du conseil peut influencer la performance de la firme, mais cette dernière peut causer un changement dans la composition du conseil

d'administration. Ils montrent également que les firmes non performantes augmentent le nombre des membres indépendants (améliorent leur gouvernance) pour améliorer leur performance.

Renders et Gaeremynck (2006) proposent une autre méthode pour pallier au problème de l'endogénéité en estimant la relation entre performance et gouvernance et ce en contrôlant le biais de l'échantillonnage. Leurs résultats montrent une relation positive entre gouvernance et performance.

Bhagat et Bolton (2006) prennent également en considération la nature endogène de la relation entre gouvernance et performance. Aussi, en utilisant un modèle à équations simultanées, les auteurs vérifient la relation entre gouvernance, performance, structure de capital et structure de propriété. Ils constatent que la gouvernance telle que mesurée par les indices de Gompers et al, (2003) et Bebchuk et al, (2004), la structure de propriété des membres du conseil et la séparation entre président du conseil et directeur général sont significatives et positivement liées à la performance. Ils trouvent néanmoins que la gouvernance telle qu'appréciée par Brown et Caylor (2004) n'est pas significativement liée à la performance. Cependant, l'indépendance du conseil est négativement corrélée à la performance. Ce résultat est d'autant plus pertinent que l'indépendance du conseil a reçu récemment une liste de recommandations sur la gouvernance d'entreprise de la part du NYSE et NASDAQ.

De même, Lehn et al (2005) affirment que la corrélation a été établie entre les indices de gouvernance et la valeur de la firme mais l'effet de causalité entre gouvernance et performance n'a pas été pris en considération.

Similairement, Hermalin et Weisbach (2003) avancent que ce qui peut biaiser les conclusions des recherches empiriques est la non prise en compte de l'endogénéité. A cet effet, Demsetz et Lehn (2005) ont montré que la gouvernance est liée aux caractéristiques observables du

dirigeant et de la firme. Himmelberg et al (1999) ont montré quant eux que la gouvernance est également liée aux caractéristiques non observables de la firme en utilisant un modèle à effets fixes.

Demsetz et Villalonga (2001) utilisent l'approche des doubles moindres carrés et montrent qu'une fois l'endogénéité considérée, le sens de la causalité va de la valeur de la firme à la propriété.

Parmi les premiers auteurs qui ont tenté l'approche d'un système à équations simultanées dans l'étude de la relation gouvernance-performance nous pouvons citer Agrawal et Knoeber, (1996) ; Loderer et Martin, (1997) ; Cho, (1998) ; Demsetz et Villalonga, (2002) ; Bhagat et Jefferis, (2002) ; Poltron et Odegnurd (2004) utilisent l'approche des équations simultanées qui permet de tenir compte à la fois de l'endogénéité et de l'effet de causalité. Les auteurs trouvent une relation inverse significative entre la concentration de la propriété des externes et la performance mesurée par le Q de Tobin.

Switzer et Kelly (2006) ont construit un échantillon de petites entreprises canadiennes et ont développé un système d'équations pour tenir compte de l'interdépendance de quatre mécanismes de gouvernance à savoir: l'indépendance du conseil, les incitations des dirigeants, la propriété du dirigeant, et l'endettement. La performance de l'entreprise est mesurée par le Q de Tobin. Ils trouvent un impact significatif de certains mécanismes de gouvernance sur la performance.

Misera et Nielsen (2000) et Core et al, (2003) indiquent que l'estimation par les équations simultanées est nécessaire pour évaluer la relation entre la rémunération incitative et la performance. De Toledo (2006) a étudié le cas des entreprises obliques en Espagne et a également eu recours à un système à équations simultanées et à la régression par les triples moindres carrés, où les variables endogènes sont l'indice de gouvernance, la performance et la structure de propriété.

Afin d'analyser la relation entre la qualité de la gouvernance et la valeur de la firme, Beiner et al (2006) ont construit un indice de gouvernance sur la base d'un échantillon de 275 entreprises suisses cotées pour l'année 2002. La construction de l'indice est basée sur 38 recommandations des bonnes pratiques du code suisse. Les auteurs ont utilisé un système de 7 équations simultanées en tenant compte de l'interdépendance entre les mécanismes de gouvernance suivants : l'actionnariat des administrateurs, l'actionnariat des détenteurs externes des blocs de contrôle, la taille du conseil, l'endettement et le pourcentage d'externes dans le conseil. Les auteurs trouvent une relation de causalité entre la gouvernance et la performance : la gouvernance améliore la valeur de la firme mais les entreprises ayant une plus grande valeur adoptent de meilleures pratiques de gouvernance.

Certains auteurs comme Bhagat et Bolton (2006) prennent en considération la relation interdépendante entre gouvernance (structure de propriété, indice de gouvernance et structure du capital) et la performance appréciée par le Q de Tobin et le ROA en ayant recours à un système à équations simultanées. Ils ont d'abord effectué des régressions par la méthode des moindres carrés ordinaires, ensuite par la méthode des doubles et triples moindres carrés afin de tenir compte de l'endogénéité. Brick et al, (2005) ont construit un système à équations simultanées pour estimer la relation entre la rémunération du dirigeant, l'endettement et l'indépendance du conseil d'administration. Aucun lien systématique n'a été trouvé entre la rémunération incitative du dirigeant, l'indépendance du conseil et la valeur de la firme.

D'autres auteurs se sont intéressés au cas du Brésil pour analyser l'influence de la qualité de la gouvernance sur la valeur de l'entreprise. Leal et Dasilva (2005) ont choisi comme période d'étude 1998-2002 et ont eu recours à la méthode des effets fixes, des effets aléatoire et au système à équations simultanées. De même, Da Silveira et Barros (2006) ont étudié un échantillon de 154 entreprises cotées en 2002 : ils ont construit un indice de gouvernance et ont d'abord effectué des régressions de la gouvernance par la méthode des MCO. Les deux

études aboutissent à une relation significative et positive entre la gouvernance et la performance. Par la suite, ils ont analysé la même relation grâce à un système à équations simultanées et affirment une relation de causalité entre la qualité de la gouvernance et la performance. Ces constats suggèrent que l'amélioration des pratiques de gouvernance apporte ses fruits au Brésil.

Au regard des arguments théoriques développés précédemment et les résultats des études empiriques antérieures nous pouvons formuler l'hypothèse suivante.

H5 : Il existe un effet de causalité entre les mécanismes de gouvernance et la performance de la firme

Tableau 7 : Synthèse des principales recherches empiriques sur le lien gouvernance – performance

| Référence | Echantillon | Mesures de performance |
|--------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|
| Drobetz et al (2003) | 253 firmes Allemandes | Dividend Yields, Price Earnings and MTBV |
| Gompers et al (2003) | 1500 firmes Américaines (1990-1998) | Q de Tobin, Net profit Margin, ROE and Sales Growth |
| Thomsen et al (2005) | 489 firmes Américaines | Q de Tobin et ROA |
| Minguez et Ugedo (2007) | 95 firmes Espagnoles | Q de Tobin |
| Kapopoulos et Lazaretou (2007) | 175 firmes Grecques | Q de Tobin et Taux de rendement |
| Krivogorsky (2006) | 87 firmes Européennes | MTB, ROE et ROA |
| Krivogorsky (2006) | 87 firmes Européennes | MTB, ROE et ROA |
| Rao et al (1995) | 459 firmes canadiennes | ROE et ROA |
| Gregg et al (1993) | 288 firmes Anglaises | ROE |
| Rogers et al (2007) | 176 firmes Brésiliennes | Q de Tobin |
| Shleifer et Vishny (1998) | 371 firmes Américaines | Q de Tobin |
| Black et al (2003) | 526 firmes Coréennes | Q de Tobin, Market/Book, Market/Sales and Debt/Equity |
| Brown et al (2004) | 2327 firmes Américaines | Q de Tobin, ROE, Dividend Yield, Net Profit Margin and Sales Growth |
| Anderson et Reeb (2003) | 500 firmes Américaines | Q de Tobin |
| Miguel et al (2001) | 135 firmes Espagnoles | Q de Tobin |
| Suntraruk (2009) | 76 firmes Thaïlandaises | ROA et Q de Tobin |
| Tam, et al (2007) | Malisiya | Q de Tobin |
| Haniffa et Hudaib (2006) | 347 firmes Malisiennes | Q de Tobin et ROA |
| Wang, et al (2007) | Taiwan | ROA |
| Schmid et Zimmermann (2008) | Firmes Swiss | Q de Tobin |
| Lazarides et al (2009) | 60 firmes Grecques | Q de Tobin et ROA |
| Guest, Paul M. (2009) | 2747 firmes U.K | Q de Tobin et la rentabilité |
| Chang (2003) | 419 firmes Coréennes | Q de Tobin et taux de rendement |

D'autre part, les différentes études ayant analysé le lien Gouvernance - Performance peuvent être répertoriés selon le sens de la relation.

Tableau 8 : Synthèse des études empiriques sur le lien gouvernance – performance

| Sens de la relation | Références |
|----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Négative | Minguez et Ugedo (2007), Rogers et al (2007), Thomsen et al (2005), André (2004), Shleifer et Vishny (1998) et Guest, Paul M., (2009). |
| Neutre | Chang (2003), Demsetz (1983), Loderer et Martin (1997), Cho (1998), Classens et Djankov (1998), Demsetz et Villalonga (2001), Krivogorsky (2006), Rao et al (1995), Core, Guay et Rusticus (2006), Schmid et Zimmermann (2008) et Lazarides et al (2009). |
| Positive | Black (2001), Gruszczynski (2006), Bai et al (2003), Drobetz et al (2003), Black et al (2003), Campos et al (2002), Dunerv et Kim (2003), Alves et Mendes (2002), Brown et Caylor (2004), Bebchuck et Cohen (2004) ; Cohen et Ferrel (2004), Gompers, Ishii et Metrick (2003), Kapopoulos et Lazaretou (2007) et Gregg et al (1993). |

5. Conclusion du chapitre

Dans ce chapitre, nous avons conclu que les critères de performance retenus résultent de l'objectif de maximisation de la valeur boursière des sociétés par les actionnaires ainsi que les investisseurs. Néanmoins, bien que la performance financière soit au cœur de l'analyse, l'ajout de mesures de performance notamment économiques ou comptables permettrait d'enrichir l'étude de l'influence des mécanismes de gouvernance sur la création de valeur au sens large du terme. De même, les mesures de performance sont déclinées autant que faire se peut en mesures *ex ante* et *ex post* afin d'apporter une approche comparative des attentes et influences du système de gouvernement sur la performance.

L'objet de ce chapitre est de souligner la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance de la firme. Pour ce faire, nous avons passé en revue la littérature théorique et empirique concernant la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance de l'entreprise. En général, les études sur l'effet de la participation du dirigeant sur la performance de l'entreprise concluent à un effet positif lorsqu'il s'agit d'une faible participation (alignement des intérêts du dirigeant sur ceux des actionnaires), et à un effet négatif lorsqu'il s'agit d'une participation très importante (enracinement). D'autres études n'ont abouti à aucune corrélation significative entre la participation du dirigeant au capital et la performance de la firme (neutralité).

La revue de la littérature montre que l'impact de la participation des investisseurs institutionnels sur la performance de la firme dépend de leur horizon de placement. Il est positif s'ils restent assez longtemps dans l'entreprise car ils sont incités à contrôler les dirigeants, et négatif s'ils sont intéressés uniquement par les profits à court terme et risquent de liquider leur position à tout moment. Toutefois, plusieurs travaux empiriques n'ont pas abouti à une relation significative entre la participation des investisseurs institutionnels et la

performance de la firme.

L'impact de la participation des actionnaires majoritaires sur la performance de la firme semble varier selon le pays et l'efficacité du système légal. Les auteurs qui sont en faveur de la concentration de la propriété se justifient par le fait que les actionnaires majoritaires peuvent exercer une pression sur les dirigeants et influencer les décisions prises lors des assemblées grâce à leurs droits de votes à une relation significative entre la participation des actionnaires majoritaires et la performance de la firme.

Enfin, la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance de la firme semble être ambiguë et les travaux ne semblent pas unanimes quant à l'efficacité du système incitatif de rémunération.

Conclusion de la première partie

Dans cette première partie, nous avons passé en revue la littérature qui traite les fondements théoriques, le cadre institutionnel et les méthodologies de notation des systèmes de gouvernement d'entreprise utilisées par les agences de rating. Aussi nous avons formulé nos hypothèses de recherche à tester dans la deuxième partie.

A l'issue de cette partie, quatre conclusions peuvent être tirées. Du point de vue des théories exposées, nous avons présenté le cadre conceptuel de la gouvernance d'entreprise. Il conclut à l'utilisation du corpus des théories contractuelles, plus précisément de la théorie de l'agence positive, comme cadre conceptuel de notre étude.

De plus nous avons passé en revue, successivement, l'environnement d'émergence du concept, ses fondements théoriques, la diversité des systèmes de gouvernance et les caractéristiques de la gouvernance en France (étant donné que le contexte de ce travail de recherche est la France). Cette diversité peut conduire à une évolution du système étudié.

Du point de vue institutionnel, plusieurs recommandations ont été proposées, à travers des lois et des codes de bonne conduite en la matière, afin de remédier aux faiblesses des systèmes de gouvernement d'entreprise. Selon les codes de bonnes pratiques, la mise en place des recommandations au niveau de la gouvernance permet d'améliorer la qualité de la gestion et du contrôle de l'entreprise.

En termes de notation des systèmes de gouvernance d'entreprise, nous avons présenté les méthodologies de notation utilisées par les agences de rating ainsi que l'ensemble des critères utilisés dans le processus de notation. Toutefois, il est intéressant de constater, et ceci, même

pour des agences partageant théoriquement la même vision, une certaine diversité dans le choix des thèmes retenus et dans les méthodes de calcul utilisées.

Enfin nous avons bien étudié la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance de la firme. Pour ce faire, nous avons passé en revue la littérature théorique et empirique concernant cette relation ainsi que les mesures possibles de la performance. Ainsi, la relation entre les différentes variables de gouvernance et la performance de la firme semble être ambiguë et les travaux ne semblent pas unanimes quant à l'efficacité du système de gouvernance.

Au final, nous pouvons conclure que depuis les derniers scandales financiers l'évaluation du système de gouvernance reste encore le sujet de nombreux débats et discussions. En effet, les investisseurs ont pris conscience du rôle primordial d'avoir une bonne structure de gouvernance au sein des firmes dont ils sont actionnaires. Ainsi, une majorité d'investisseurs sont prêts à payer une prime pour les compagnies possédant un bon système de gouvernance. En effet, les compagnies ne peuvent pas ignorer la pression de la part des actionnaires et des forces du marché pour un bon système de gouvernance d'entreprise. À cet égard, la mise en place de mécanismes appropriés de gouvernance d'entreprise fournit à la compagnie un avantage concurrentiel en attirant le capital, réduisant les risques financiers pour les investisseurs et par conséquent, le coût du capital.

Partie 2 : Etudes empiriques

Introduction de la partie 2

La première partie de ce travail de recherche nous a permis d'analyser théoriquement le lien existant entre la gouvernance d'entreprise et la performance des firmes. L'objectif de cette deuxième partie est de proposer des études empiriques des hypothèses de recherche formulées dans la première partie, suite à notre revue de la littérature. Ainsi, nous avons adopté une démarche empirique qui permet de répondre à notre problématique de la recherche. Notre partie empirique se caractérise par trois études.

Notre analyse empirique porte sur les firmes françaises. La composition de l'échantillon est basée sur les entreprises françaises cotées dans l'indice SBF 250. En raison des données manquantes, l'échantillon total est composé de 132 firmes. Sont exclues de notre base de données :

- Les firmes dont les données financières ou de gouvernance ne sont pas disponibles;
- Les institutions financières (les banques et les compagnies d'assurance) et les firmes réglementées de service public.

Les données de l'étude ont été recueillies manuellement à partir de différentes sources d'information. Les données utilisées sont extraites des bases de données Thomson One Banker et Dafsaliens. Des données de gouvernance ont été, également, collectées manuellement des rapports annuels.

Seules les entreprises pour lesquelles les données financières (les mesures de performance et les variables de contrôle) et les données de gouvernance disponibles ont été retenues. La période d'étude s'étale sur sept ans allant de 2002 à 2008.

La première étude concernant une comparaison des méthodologies de notation, employées par les agences de rating, en matière de gouvernance d'entreprise. Cette étude permet spécifiquement de dégager les thèmes d'évaluation les plus utilisés par les agences et de montrer l'existence des divergences et des convergences au niveau des critères utilisés et des méthodes de calcul des scores. Plus précisément, l'objet de ce test est donc de clarifier le positionnement des méthodologies sur la notation de la gouvernance.

Notre seconde étude empirique concerne le calcul des scores de gouvernance en utilisant la méthode d'enveloppement des données (DEA). Cette partie permet de répondre à la question de l'évaluation des systèmes de gouvernement des entreprises françaises. Il s'agit de calculer des indices de gouvernance pour les entreprises à partir de certaines variables de gouvernance (fonctionnement du conseil d'administration, structure de propriété, caractéristiques du dirigeant...) et d'autres variables reflétant leurs caractéristiques. Ces indices permettront de tracer la frontière d'efficience de la gouvernance et de situer les entreprises par rapport à cette frontière et ce en utilisant la méthode DEA : l'input (les variables de gouvernance et des variables reflétant les caractéristiques des entreprises) permettant de maximiser l'output (performance des entreprises).

La troisième étude porte sur notre échantillon de 132 firmes françaises cotées appartenant à l'indice SBF 250, portant sur la période 2002-2008. Cette étude nous permettant de répondre aux hypothèses formulées au niveau de la première partie sur le lien entre la gouvernance et la performance des firmes. Nous vérifierons ces différentes hypothèses empiriquement grâce aux tests de comparaisons des moyennes (test T et ANOVA) et à la régression par la méthode des MCO. Il s'agit de déterminer les déterminants de la bonne gouvernance pour les firmes françaises.

Le premier chapitre de cette partie nous permet de présenter le design de la recherche ainsi que notre démarche empirique afin d'atteindre nos objectifs. Il permet aussi de justifier le

positionnement épistémologique, la construction de l'échantillon et le choix des variables retenues.

Au niveau du deuxième chapitre, nous comparons les méthodologies de notation des systèmes de gouvernance utilisées par les agences de rating. Nous allons analyser les divergences et les convergences existantes un niveau des critères utilisés par cinq agences de rating en matière de gouvernance d'entreprise.

Les chapitres 3 et 4 exposent les méthodes statistiques ainsi que les résultats obtenus. Enfin, nous concluons sur la validation de nos hypothèses de recherche formulées dans la première partie.

Chapitre 5 : Méthodologie de la recherche

« Chercher une explication avant de connaître tous les faits est une erreur capitale. Le jugement s'en trouve faussé. »

(Sir Arthur Conan Doyle, Une étude en rouge in Sherlock Holmes, tome 1, Robert Laffont, coll. Bouquins, 2006, p. 24)

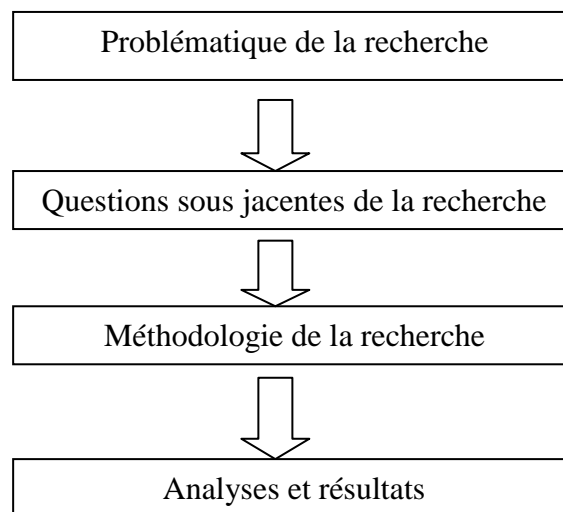
« [...] un fait hors de l'ordinaire est plutôt un indice qu'un embarras. » (Ibid, p99)

Dans le cadre du cheminement de notre travail de recherche, l'exécution de la partie empirique requiert qu'au préalable des régularités et des précisions soient apportées quant à la démarche méthodologique déployée pour répondre à la question centrale de notre recherche. Ce chapitre est consacré à la méthodologie de la recherche qui a été mise en œuvre au cours de notre travail de recherche. Dans un premier temps, nous présentons notre design de la recherche. Puis, dans un second temps, nous justifions notre positionnement épistémologique. Enfin dans un troisième temps, nous détaillons notre démarche empirique, plus précisément la construction de l'échantillon, la collecte de données et le choix des variables.

1. Design de la recherche et positionnement épistémologique

Par définition, le design de la recherche constitue la trame à travers laquelle nous pouvons articuler les différentes composantes d'une recherche. Selon Royer et Zarlowski (1999, p135), cette trame est composée principalement des questions de la recherche, revue de la littérature, analyses et des résultats.

Le design de la recherche représente un élément indispensable pour toute recherche scientifique (Grunow, 1995). Ainsi, il existe un ensemble des modèles de présentation du design de la recherche selon la nature de l'étude, la problématique, la littérature et les données. Dans le même cadre, il n'existe pas une préférence ou plutôt une supériorité entre les méthodes qualitatives et les méthodes quantitatives. Plus précisément, le choix entre ces différentes méthodes dépend de la problématique du sujet à traiter. Notre schéma de recherche est donc le suivant :



En matière de posture épistémologique, Girod et Perret (1999) avancent que « *la réflexion épistémologique s'impose à tout chercheur soucieux d'effectuer une recherche sérieuse, car elle permet d'asseoir la validité et la légitimité de la recherche* ». En effet, l'épistémologie est définie par Mbengue (2001) comme le statut de la relation entre le chercheur et ce qui peut être connu alors que l'ontologie est définie comme la question de la réalité, qui peut avoir une essence

objective ou constituer un construit social. Il existe trois grands paradigmes épistémologiques en Sciences de Gestion :

- Le paradigme constructiviste
- Le paradigme interprétativiste
- Le paradigme positiviste

Ces trois paradigmes constituent, au sens de Kuhn (1983), autant de modèles, de schémas intellectuels ou de cadres de référence dans lesquels peut s'inscrire notre recherche. Le choix de la posture épistémologique est une phase déterminante dans le projet de recherche pour légitimer les fondements du phénomène étudié.

Girod et Perret (1999) structurent le choix du fondement épistémologique autour des trois caractéristiques suivantes :

- La nature de la connaissance produite.
- Le chemin de la connaissance.
- Les critères de validité de la connaissance.

Ce sont ainsi ces trois éléments qui permettent le choix d'un courant épistémologique structurant le projet de recherche.

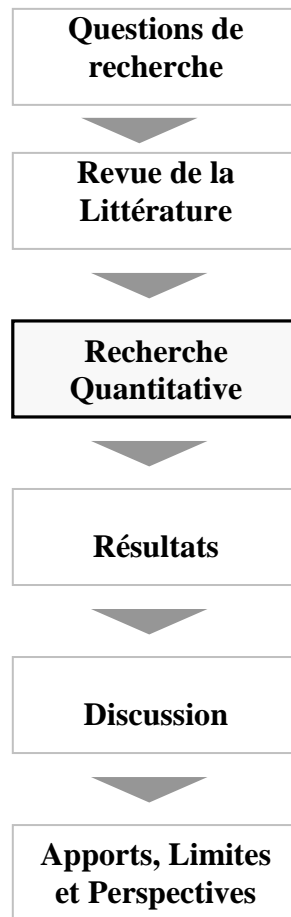
Nous sommes ici en présence d'une problématique de nature explicative, causale. Les spécialistes en méthodologie de recherche s'entendent pour dire dans un tel cas qu'une méthodologie quantitative est appropriée. Dans notre travail, nous nous situons dans le paradigme positiviste en ayant suivi une démarche hypothético-déductive qui consiste à porter un jugement sur la pertinence des hypothèses initialement posées (Charreire et Durieux, 1999, p60).

La première étape de notre travail a consisté à formuler des hypothèses de recherche liées à notre question de recherche. L'analyse des méthodologies de notation des systèmes de

gouvernance employées par les agences de rating et dans les études antérieures, nous a permis de définir les variables retenues pour tester nos hypothèses.

La deuxième phase consiste à collecter des données opérationnalisant nos variables, puis à les traiter dans une démarche globale hypothético-déductive (Charreire et Durieux 1999)⁹. Cette démarche s'achève alors sur la validation ou non des hypothèses formulées dans la première partie et sur les limites et les éventuels réajustements à faire sur le design de la recherche.

Ainsi, notre démarche suivie peut être schématisée de la façon suivante :



⁹ « La déduction est donc un raisonnement qui fonde la démarche hypothético-déductive. Cette démarche consiste à élaborer une ou plusieurs hypothèses et à les confronter ensuite à la réalité (les données). Le but est alors de porter un jugement sur la pertinence de l'hypothèse initialement formulée » (Charreire et Durieux 1999, p60).

1.1. Le choix méthodologique

Dans le cadre de notre travail de recherche, deux choix peuvent permettre de répondre à notre question centrale : l'étude longitudinale sur plusieurs années ou de travailler sur une seule année. Nous avons opté pour la première option afin de calculer les scores de gouvernance et de tester les hypothèses relatives à la relation entre la gouvernance et la performance des firmes françaises.

Au niveau de la première étude empirique, nous nous sommes basés sur les critères de notation, en matière de gouvernance d'entreprise, utilisés par cinq agences de rating : vision des actionnaires et vision des créanciers. Cette étude permet de faire ressortir les différents critères de notation des systèmes de gouvernance et d'analyser les divergences et les convergences entre les méthodologies de calcul des scores. Il s'agit de positionner les agences de rating selon leur vision. Nous nous sommes intéressés à la prise en compte du critère dans la méthodologie de notation. En effet, le critère utilisé par l'agence constitue un élément important dans la méthodologie de notation et l'attribution du score de gouvernance. De ce point de vue, une comparaison des méthodologies de notation basée sur le critère utilisé, permet d'analyser les origines des convergences et des divergences.

La seconde étude empirique relative au calcul des scores de gouvernance pour les firmes françaises, est basée sur des données secondaires collectées de différentes bases de données et des rapports annuels. Il s'agit d'évaluer les mécanismes de gouvernance des entreprises en se basant sur une méthode non paramétrique. La prise en compte du facteur temps demeure importante afin de déterminer l'évolution du niveau de gouvernance sur la période 2002-2008. La dernière étude permet de tester nos hypothèses de recherche relatives au lien existant entre la gouvernance et la performance des firmes. Il s'agit d'une étude longitudinale composée de sept coupes transversales pour chaque année (2002-2008). Les mêmes variables ont été utilisées pour chaque coupe. La variable de performance a été décalée d'une année, par

rapport aux variables de gouvernance, afin de permettre à ces variables de pouvoir agir sur la variable dépendante.

En intégrant l'effet temps dans notre analyse, nous pouvons déterminer si ; d'une part, la gouvernance est liée ou non à la performance et si d'autre part, cet impact est constant ou varie selon le temps (Forgues et al 1999, p422). De ce point de vue, cette nécessité d'études longitudinales a été soulignée par plusieurs auteurs (Hammer et Stern 1980, p99 ; French et Rosenstein 1984, p867 ; Kuvaas 2003, p207) qui mettent en avant le besoin d'intégrer cette dimension dans les analyses empiriques. En effet, la recherche sur le sujet s'est principalement basée sur des études empiriques transversales.

L'étude longitudinale permet d'éviter une des limites des études transversales. En effet, ces dernières se basant sur une période de temps réduite, elles sont susceptibles d'être fortement influencées par des circonstances exogènes si elles se produisent au cours de la période d'étude ou au contraire sont susceptibles de ne pas les prendre en considération si elles se situent en dehors de la période (Menard 2002). Dans le cadre de notre travail, une étude transversale n'aurait permis de mettre éventuellement en évidence une différence significative entre des entreprises ayant de l'actionnariat salarié et celles n'en ayant pas, que sur une période très limitée. En menant une étude longitudinale, nous pouvons examiner sur une période plus longue l'évolution de la relation gouvernance-performance. L'avantage principal des études longitudinales est de pouvoir décrire des changements dans les relations entre les variables mais aussi le sens et la force des liens entre les variables (Menard 2002, p3). De ce fait, nous pourrions nous demander si la gouvernance est liée de manière « ponctuelle » ou pas à la performance de la firme.

Les méthodes d'analyse utilisées nous permettront de conclure, dans la limite de notre étude, sur l'existence ou non d'un lien constant entre gouvernance et performance. La période d'observation retenue (2002-2008) se justifie au regard du nombre important de données

manquantes (notamment dans les documents de référence AMF) pour les années antérieures à 2002 et des scandales financiers qui ont eu lieu en 2002. Aussi, nous avons assisté au cours de cette période à la publication d'un grand nombre de codes de bonne conduite en matière de gouvernance et la portée accordée par les agences de notation sur l'évaluation des pratiques de gouvernance. Enfin, nous avons intégré l'année 2008 afin d'examiner l'impact réel de la crise économique et financière sur les pratiques de gouvernance et de performance des firmes françaises.

1.2. Echantillon et base de données

Notre analyse empirique porte sur les firmes françaises. La composition de l'échantillon est basée sur les entreprises françaises cotées dans l'indice SBF 250. Notre échantillon initial est composé de 204 entreprises françaises cotées. Sont exclues de notre échantillon :

- Les institutions financières – code 80 selon la nomenclature FTSE – ont été écartées en raison d'un biais méthodologique : le calcul de leurs performances respectives ne repose pas sur les mêmes définitions que les entreprises des autres secteurs ainsi que leurs pratiques de gouvernance ;
- Les firmes n'ayant pas d'historiques de cotation suffisant ;
- Les firmes réglementées de service public ;
- Les firmes dont les données financières ou de gouvernance ne sont pas disponibles.

Après retraitements, l'échantillon global comprend 132 entreprises françaises cotées sur la période 2002-2008 soit 924 observations (voir Annexe 1).

Pour répondre à notre problématique, nous avons cherché à déterminer quelle pouvait être la relation entre la gouvernance d'entreprise et la performance de la firme. Pour ce faire, nous avons opté pour une étude longitudinale permettant d'observer dans le temps, l'effet de l'évolution des pratiques de gouvernance et leurs impacts sur la performance des firmes

françaises. Nous avons construit une base de données longitudinale à partir de données secondaires afin de tester le lien gouvernance-performance.

Les données de l'étude ont été recueillies manuellement à partir de différentes sources secondaires d'information. Les données utilisées sont extraites des bases de données Thomson One Banker, documents de référence AMF, Euronext et Dafsaliens. Des données de gouvernance ont été, également, collectées manuellement des rapports annuels. Seules les entreprises pour lesquelles les données financières (les mesures de performance et les variables de contrôle) et les données de gouvernance sont disponibles ont été retenues.

La période d'étude s'étale sur six ans allant de 2002 à 2008. Notre échantillon se répartit suivant les codes industriels FTSE. En effet, Euronext Paris a adopté le système de classification international FTSE 'Global Classification System' depuis le 8 avril 2002¹⁰. L'architecture de cette nomenclature sectorielle se compose de 10 groupes économiques, 39 secteurs économiques et 102 sous secteurs économiques. Eu égard à la taille de l'échantillon, les entreprises ont été regroupées par groupes économiques :

- 00 Ressources
- 10 Industries de base
- 20 Industries généralistes
- 30 Biens de consommation cycliques
- 40 Biens de consommation non cycliques
- 50 Services cycliques
- 60 Services non cycliques
- 70 Services aux collectivités

¹⁰ Cette norme de classification a été remplacée le 2 janvier 2006 sur les places de marché Euronext par la nomenclature ICB 'Industry Classification Benchmark', créée par le FTSE Group et Dow Jones Indexes. Cette nouvelle nomenclature sectorielle permet d'identifier 10 industries, 18 super-secteurs, 39 secteurs et 104 sous secteurs.

- 80 Sociétés financières
- 90 Technologies de l’information

La composition de notre échantillon final ainsi que sa répartition par secteurs d’activité sont présentées dans les tableaux 9 et 10.

Tableau 9 : Détermination de l’échantillon

| <i>Entreprises</i> | <i>Nombre</i> |
|-------------------------------------------------------------------------|---------------|
| Echantillon initial | 204 |
| - Entreprises financières | -21 |
| =Total des entreprises non financières | 183 |
| - Entreprises dont les rapports ne sont pas disponibles pour la période | -15 |
| = Entreprises dont les rapports annuels ont été étudiés | 168 |
| - Entreprises dont les données de gouvernance sont manquantes | - 36 |
| = Entreprises formant l’échantillon final | 132 |

Tableau 10 : Répartition de l’échantillon par secteurs d’activité

| <i>Secteurs d’activité</i> | <i>Nombre</i> | <i>Pourcentage</i> |
|-------------------------------------|---------------|--------------------|
| Ressources | 3 | 2,3 % |
| Matériaux de base | 3 | 2,3 % |
| Industrie générale | 31 | 23,5 % |
| Biens de consommation cycliques | 28 | 21,2 % |
| Biens de consommation non cycliques | 7 | 5,3 % |
| Services cycliques | 30 | 22,7 % |
| Services non cycliques | 1 | 0,8 % |
| Services aux collectivités | 2 | 1,5 % |
| Sociétés financières | 0 | 0 % |
| Technologie de l’information | 27 | 20,5 % |
| Total | 132 | 100 % |

Le tableau 10 présente la répartition des firmes de notre échantillon selon les secteurs d'activité. Nous constatons que 23,5 % des firmes appartiennent au secteur de l'industrie générale, 22,7 % au secteur des services cycliques, 21,2 % au secteur des biens de consommation cycliques, et 20,5 % au secteur technologie de l'information. Le reste de notre échantillon est réparti uniformément entre l'ensemble des autres secteurs industriels. Les études antérieures soulignent que la qualité du système de gouvernance varie en fonction de l'industrie. A cet effet, notre modèle de régression contrôlera l'effet potentiel du secteur industriel sur la qualité de la gouvernance.

2. Synthèse et description des variables

Les variables utilisées peuvent être divisées en variables de gouvernance d'entreprise, variables relatives à la performance de la firme et les variables de contrôle.

2.1. Variables de performance

Selon Charreaux (1997), les mesures de performance portent à la fois sur le plan économique – Q de Tobin et taux de rentabilité économique – et financier – ratio de Marris, rentabilité des fonds propres, mesure de Sharpe et alpha de Jensen. En effet, nous pouvons mesurer la performance de l'entreprise à travers des indicateurs comptables ou bien des indicateurs mixtes basés sur des mesures boursières. L'avantage des indicateurs mixtes est d'éviter le problème de corrélation entre le niveau de rentabilité et la taille de l'entreprise. En effet, ces indicateurs nous permettent de comparer des entreprises de tailles différentes. En revanche, les mesures comptables permettent de mesurer très clairement comment une firme utilise ses capitaux.

Dans notre recherche, nous avons retenu deux variables relatives à la performance de l'entreprise, le Q de Tobin et le rendement des fonds propres (ROE). Le Q de Tobin est évalué *ex ante*, le rendement des fonds propres étant calculé *ex post*.

Le Q de Tobin a été retenu comme une mesure des opportunités de croissance future de l'entreprise. Elle constitue une mesure ex ante de la performance vu qu'elle est évaluée à partir de la valeur actuelle du marché. Nous avons estimé le Q de Tobin comme l'ont fait Gompers et al (2003), Beiner et al (2008) et Bhagat et Bolton (2006).

La rentabilité des capitaux propres (ROE) a été retenue comme des indicateurs de la performance antérieure.

Les mesures de la performance

Rentabilité des capitaux propres (ROE) : Bénéfice Net/Capitaux propres

Q de Tobin : Fonds propres / (Capitaux propres + Dettes financières)

Tableau 11 : Statistiques descriptives des variables de la performance

| Variables | Minimum | Maximum | Moyenne | Ecart Type |
|------------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|
| ROE | -43,70 | 91,35 | 13,90 | 14,02 |
| Q Tobin | 0,64 | 9,69 | 1,7 | 0,96 |

D'après le tableau ci-dessous, la rentabilité moyenne des capitaux propres s'établit à 13,9 pour notre échantillon de 132 entreprises françaises. Concernant la variable de performance, le Q de Tobin s'établit en moyenne à 1,7 sur la période 2002-2008, ce qui correspond à 0,64 pour l'entreprise la moins performante et 9,69 pour la plus performante. Il ne change pas significativement d'une année à une autre. Notons cependant que la performance des entreprises en 2002 est la plus faible sur la période de notre étude. Ce constat pourrait être attribué aux scandales financiers qui ont affecté les plus grandes firmes à cette période et dont les répercussions se sont étendues à toute l'économie. Néanmoins, ce résultat montre qu'en moyenne, il n'y a pas de nette amélioration de la performance et ce malgré la prolifération des codes, et les différentes lois qui ont été instauré en matière de gouvernance. Ces résultats

suggèrent que soit la gouvernance d'entreprise est d'une importance modeste, soit que l'application des codes n'est pas optimale pour toutes les entreprises.

2.2. Variables de la gouvernance

Les variables relatives à la gouvernance d'entreprise ont été définies et opérationnalisées au regard de la revue de littérature sur le sujet et des critères de notation utilisés par les agences de rating en la matière. Nous avons cherché à déterminer les variables les plus précises pour décrire le niveau de gouvernance d'entreprise.

Concernant le fonctionnement du conseil d'administration, nous avons sélectionné 14 variables. Une première variable continue (TAILLE) permet de déterminer le nombre d'administrateur dans le conseil d'administration. Une autre variable continue (INDEP) permet de mesurer la fraction des administrateurs indépendants dans le conseil. Nous avons considéré une seule variable binaire (CUMUL) qui prend la valeur 1 si le directeur général occupe le même poste du président du conseil et la valeur 0 sinon. Deux variables continues (REUN et PRESENCE) pour mesurer respectivement le nombre de réunions du conseil et le taux de présence des administrateurs aux réunions. Trois variables continues (COM_AUD, COM_NOM et COM_REM) permettent de connaître respectivement le nombre des administrateurs dans le comité d'audit, le comité des nominations et le comité des rémunérations. Trois autres variables continues (REU_AUD, REU_NOM et REUN_REM) mesurent respectivement le nombre de réunions du comité d'audit, de nomination et de rémunération. Enfin, nous avons considéré trois variables continues (IND_AUD, IND_REM et IND_NOM) qui permettent de mesurer le nombre d'administrateur indépendant respectivement au sein du comité d'audit, du comité de rémunération et du comité des nominations.

Le deuxième thème, la structure de propriété, regroupe 4 variables. (PROP_DIR) est une variable continue qui permet de déterminer le pourcentage de capital détenu par le dirigeant.

De la même façon, nous avons considéré deux autres variables continues (INV_INST et SALARI) qui mesurent le pourcentage de capital détenu respectivement par les investisseurs institutionnels, les salariés et le public. Enfin, une variable continue (CONCENT) permet de mesurer le pourcentage du capital détenu par les cinq premiers actionnaires.

Le dernier thème concernant les caractéristiques du dirigeant regroupe 4 variables. (REMU) est une variable continue qui détermine le montant de la rémunération du dirigeant. Deux autres variables continues (ANCIEN et AGE) mesurent respectivement le nombre d'années d'ancienneté du dirigeant dans l'entreprise et son âge. Enfin, une variable continue (FORMATION) permet de connaître le niveau de formation du dirigeant (égal à 1 si le dirigeant ne possède pas de diplôme postérieur au baccalauréat, 2 si le dirigeant issu du corps d'une grande école de commerce et 3 si le dirigeant est issu du corps des Mines, Pont et ENA).

En résumé, le nombre des variables caractéristiques s'élève à 22 regroupées en 3 thèmes (voir tableau 12). Le premier thème fonctionnement du conseil d'administration regroupe 14 variables de gouvernance, la structure de propriété 4 variables et les caractéristiques du dirigeant 4 variables.

Tableau 12 : Les variables de gouvernance

| <i>Thèmes</i> | <i>Variables</i> | <i>Mesures</i> |
|---------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>Fonctionnement du conseil d'administration</i> | Taille | Le nombre total d'administrateurs dans le conseil |
| | Indépendance | Le pourcentage d'administrateurs indépendants dans le conseil |
| | Dualité | Variable muette qui prend la valeur 1 si le directeur général est le président du conseil et 0 sinon. |
| | Activité | Le nombre total de réunions du conseil par an. |
| | Participation | Taux de participation des administrateurs aux réunions |
| | Comité d'audit | Le nombre total d'administrateurs dans le comité d'audit |
| | Comité de nomination | Le nombre total d'administrateurs dans le comité de nomination. |
| | Comité de rémunération | Le nombre total d'administrateurs dans le comité de rémunération. |
| | Réunions du comité d'audit | Le nombre total des réunions par an du comité d'audit. |
| | Réunions du comité de nomination | Le nombre de réunions du comité de nomination. |
| | Réunions du comité de rémunération | Le nombre total des réunions par an du comité de rémunération. |
| | Indépendance du comité d'audit | Le pourcentage des membres indépendants du comité d'audit. |
| | Indépendance du comité de nomination | Le pourcentage des membres indépendants du comité de nominations. |
| Indépendance du comité de rémunération | Le pourcentage des membres indépendants du comité de rémunérations. | |
| <i>La structure de propriété</i> | Propriété du dirigeant | Le pourcentage du capital détenu par le CEO de la firme. |
| | Concentration du capital | Le pourcentage du capital détenu par les cinq premiers actionnaires majoritaires. |
| | Propriété des institutionnels | Le pourcentage du capital détenu par les Institutionnels. |
| | Propriété des salariés | Le pourcentage du capital détenu par les Salariés |
| <i>Les caractéristiques du dirigeant</i> | Ancienneté | Le nombre d'années d'ancienneté dans la fonction |
| | Age | L'âge du dirigeant |
| | Rémunération | Rémunération + bonus |
| | Formation | Niveau de formation du dirigeant |

Tableau 13 : Les statistiques descriptives des variables relatives au fonctionnement du conseil d'administration

| Variables | Minimum | Maximum | Moyenne | Ecart type |
|------------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|
| TAILLE | 3 | 20 | 9,67 | 3,96 |
| INDEP | 0,00 | 1,00 | 0,46 | 0,196 |
| REUN | 2 | 14 | 6,96 | 2,60 |
| PRESENCE | 0,7 | 1,0 | 0,85 | 0,078 |
| COM_AUD | 0 | 6 | 2,93 | 1,35 |
| IND_AUD | 0,00 | 1,00 | 0,63 | 0,36 |
| REU_AUD | 0 | 15 | 3,79 | 2,52 |
| COM_NOM | 0 | 7 | 2,31 | 1,73 |
| IND_NOM | 0,00 | 1,00 | 0,47 | 0,37 |
| REU_NOM | 0 | 7 | 2,17 | 1,99 |
| COM_REM | 0 | 6 | 2,55 | 1,50 |
| IND_REM | 0,00 | 1,00 | 0,470 | 0,36 |
| REU_REM | 0 | 8 | 2,05 | 1,83 |

Dans le tableau 13, nous remarquons qu'en moyenne les firmes ont des conseils d'administration composés de neuf administrateurs dont environ 46 % sont des administrateurs indépendants (soit quatre administrateurs parmi neuf). Les résultats montrent que les conseils d'administration de la majorité des entreprises se réunissent cinq à huit fois chaque année avec une moyenne de 7 réunions annuelles environs. Le taux de présence moyen des administrateurs aux réunions du conseil est de 85 %. Enfin nous remarquons que dans 53 % des entreprises il y a une séparation des postes du dirigeant et du président du conseil d'administration. Ces résultats sont à rapprocher de ceux de Schatt et Godard (2004). Concernant les changements de structure du conseil d'administration depuis l'année 2002 jusqu'à l'année 2008, les statistiques descriptives montrent que 84 % des entreprises possèdent un comité d'audit. Plus spécifiquement, 35 entreprises n'ont pas un comité d'audit

en 2002. Ultérieurement, la plupart de ces entreprises ont mis en place un tel comité puisqu'en 2008 uniquement 11 entreprises parmi 132 n'ont pas de comité d'audit. En moyenne, ledit comité est composé de trois administrateurs. Nous remarquons aussi qu'environ 63 % d'administrateurs dans ce comité sont indépendants. De plus nos résultats montrent qu'en moyenne le comité d'audit se réunit environ, quatre fois par an.

Dans notre échantillon, les trois quarts des firmes sont dotées d'un comité de nomination et que 65 % d'entre eux ont mis en place un comité de rémunération. Ces derniers comités se réunissent en moyenne deux fois par ans. Toutefois dans 25 % des entreprises ce comité ne se réunit pas. La présence du CEO dans ces comités est très rare. On le retrouve dans 10,2 % seulement des conseils dans le comité de nomination et dans 11,8 % des conseils dans le comité de rémunération et il est absent dans les comités d'audit comme l'exige la loi. Nous constatons par ailleurs une certaine stabilité des variables de gouvernance sur la période d'étude, sauf pour la mise en place des comités du conseil où nous remarquons une nette amélioration entre 2002 et 2008.

Tableau 14 : Les statistiques descriptives des variables relatives à la structure de propriété

| Variab les | Minimum | Maximum | Moyenne | Ecart type |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|
| PROP_DIR | 0,1 | 0,54 | 0,81 | 0,24 |
| CONCENT | 0,15 | 1,00 | 0,54 | 0,27 |
| INV_INST | 0,00 | 0,78 | 0,219 | 0,137 |
| SALARIE | 0 | 0 | 0,027 | 0,028 |

En ce qui concerne la structure de propriété, les statistiques descriptives montrent que le CEO détient en moyenne une participation de 8 % dans le capital de la société qu'il dirige et que ce taux est assez stable dans le temps entre 2002 et 2008. Les investisseurs institutionnels détiennent une participation moyenne de 21,9 % du capital, mais ce taux n'a cessé d'augmenter sur la période d'étude puisqu'il est passé de 13,15 % en 2002 à 35,12 % en 2008.

En termes de concentration du capital, il apparaît que les cinq premiers actionnaires détiennent en moyenne 54,42 % du capital de l'entreprise sur la période d'étude avec une tendance haussière durant les dernières années d'étude. Les résultats font ressortir une fraction moyenne détenue par le public de 61 %. Ce résultat apparaît très proche à celui de Schatt et Godard (2004) qui ont trouvé une fraction de 64,88 %. Enfin, le taux moyen de l'actionnariat salarié s'établit à 2,7 % pour les entreprises de notre échantillon.

Tableau 15 : Les statistiques descriptives des variables relatives aux caractéristiques du dirigeant

| Variabes | Minimum | Maximum | Moyenne | Ecart type |
|------------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|
| AGE | 46 | 86 | 59,20 | 8,17 |
| ANCIEN | 4 | 33 | 16,83 | 12,13 |
| FORMATION | 0 | 3 | 2,90 | 1,12 |
| REMUN | 195000 | 4058277 | 1343866,72 | 961740,19 |

D'après le tableau 15, La majorité des dirigeants de notre échantillon sont assez âgés. L'âge moyen s'établit à 59 ans sur la période 2002-2008, ce qui correspond à 46 ans pour l'âge minimal et 86 ans pour l'âge maximal. Ce dernier ne change pas significativement d'une année à une autre. La rémunération annuelle moyenne des dirigeants appartenant à notre échantillon s'établit à 1,334 millions d'euros.

D'après les statistiques descriptives, l'ancienneté du dirigeant s'établit en moyenne à 17 ans. Ce résultat montre que plus le dirigeant passe d'années à la tête de l'entreprise, plus il devient enraciné. Enfin, nous remarquons que la plupart des dirigeants ont eu une formation ENA, PONT ou Mines.

2.3. Les variables de contrôle

Notre base de données inclut trois variables de contrôle pour mieux déterminer l'influence des variables dépendantes dans notre modèle. Selon Thiétardt (1999, p282), l'inclusion des variables de contrôle permet d'améliorer le degré de validité externe des résultats.

Dans notre cas, l'insertion des variables de contrôle permet de mieux contrôler les variables qui peuvent influencer la performance de la firme : une variable de la taille de la firme (SIZE) mesurée par le logarithme du total des actifs. D'autre part, une deuxième variable qui permet de mesurer le niveau d'endettement de l'entreprise (ENDETT).

Nous avons également considéré une troisième variable mesurant les opportunités de croissance de la firme (MTB). Enfin, une quatrième variable permet de contrôler l'effet de l'industrie (SECTEUR). Les entreprises ont été classées selon la norme FTSE en vigueur sur Euronext Paris (Annexe).

Les variables de contrôle

- Taille de la firme (SIZE) : log (actif total), (Black, Jang & Kim, 2003)
- L'endettement (ENDETT) : ratio dettes LT/actif total, (Beiner & al.2006).
- Opportunités de croissance (MTB) : Market to book, (Core, Guay & Rusticus, 2005)
- Secteur d'activité (SECTEUR) : Code ICB

Tableau 16 : Les statistiques descriptives des variables de contrôle

| Variab les | Minimum | Maximum | Moyenne | Ecart type |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|
| SIZE | 1,80 | 2,53 | 2,15 | 1,83 |
| ENDETT | 0,00 | 0,677 | 0,148 | 0,122 |
| MTB | -4,87 | 11,76 | 2,7160 | 1,70 |

Le tableau 16 présente les statistiques descriptives des variables de contrôle. Tout d'abord, la taille moyenne des firmes de notre échantillon est de 2,15. La taille la plus grande a été de 2,53 et la taille la plus petite de 1,80. Les résultats du tableau 16 confirment également que le ratio moyen d'endettement des firmes françaises de notre échantillon est de 2,71 avec un maximum de 11,76.

La réunion de toutes les variables ainsi que les hypothèses qui les relient nous conduit à l'élaboration du modèle global illustré par la figure suivante.

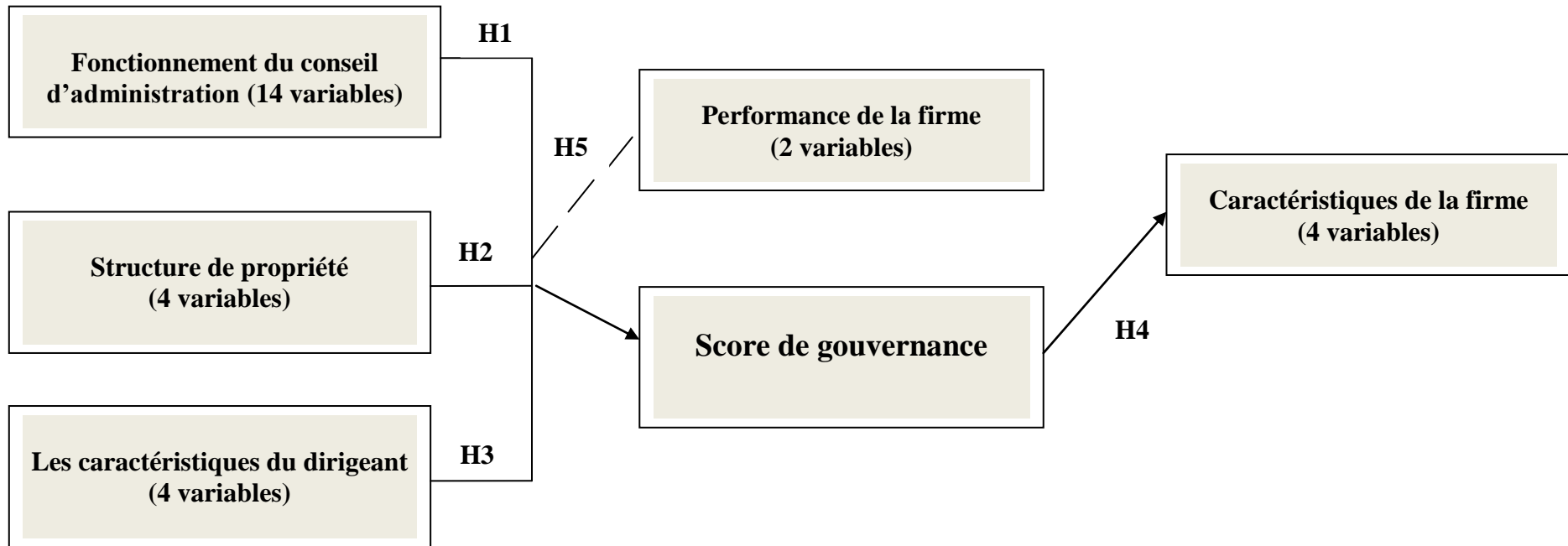


Figure 11 : Modèle de recherche

Chapitre 6 : Analyse comparative des méthodologies de notation

Lors de la présentation des méthodologies de notation dans la première partie, nous avons pu constater que S&P utilise 4 thèmes, Moody's 7 thèmes, Fitch 5 thèmes, International Shareholders Services (ISS) 8 thèmes et GovernanceMetrics International (GMI) 6 thèmes. Globalement, les agences de notation semblent partager l'opinion que l'évaluation de la qualité du SGE est fondée sur la structure de propriété, les droits et devoirs des actionnaires, la structure et le fonctionnement du conseil d'administration, la transparence et la divulgation de l'information. Cependant, leurs approches dans la collecte des données et dans la pondération des thèmes sont différentes. Le nombre des critères et celui des thèmes employés par les agences, pour mesurer le niveau du gouvernement d'entreprise d'une compagnie, changent sensiblement d'une agence à une autre.

Par ailleurs, même si certains thèmes ont des dénominations comparables, leur compréhension et leur traitement par les agences, au travers des critères de base retenus, peuvent largement différer. Aussi, une comparaison des agences fondée sur les thématiques serait profondément biaisée. Il apparaît ainsi que l'unité de base adéquate pour discriminer les méthodologies est le critère, et ceci d'autant plus que les agences puisent pour leur sélection dans les principes généralement admis. En effet, la majorité des systèmes d'estimation présentés dans notre étude se fondent principalement sur les principes de gouvernement d'entreprise développés

par l'OCDE, dans une certaine mesure complétée par d'autres codes internationaux et des recommandations nationales. Pour éviter le biais lié aux thématiques, nous choisissons donc de nous appuyer sur le critère comme base de comparaison.

1. La méthode d'analyse

L'objectif de notre travail est de classer les agences de notation en un certain nombre de groupes suivant les critères utilisés. Plus spécifiquement, nous souhaitons positionner les agences de notation sur un graphe et les classer par la suite selon les critères. Dans ce but, nous avons adopté pour cette classification la méthode de l'analyse en composantes principales (ACP).

L'analyse factorielle correspond à une démarche purement statistique de structuration des données (Churchill, 1979; Evrard et al, 1993; Pedhazur et al, 1991). Elle consiste à résumer l'information contenue dans un tableau individus/variables, en remplaçant les variables initiales par un nombre plus petit de variables composites ou facteurs sensés apporter des informations sur les individus.

1.1. Les conditions de réalisation d'une analyse factorielle

La réalisation d'une ACP nécessite au préalable la vérification de certaines conditions statistiques. Ces règles tentent de vérifier si les données sont factorisables ou pas, ou «*Si elles forment un ensemble suffisamment cohérent pour qu'il soit raisonnable d'y chercher des dimensions communes qui aient un sens et ne soient pas des artefacts statistiques* » (Evrard et al, 1993).

La factorisation des données nécessite la présence de liens et de corrélations entre les énoncés d'une mesure quelconque. Pour ce faire, nous disposons de deux tests statistiques: Le test de Chi deux de Bartlett¹¹ et le test KMO.

¹¹ Le test Chi deux de Bartlett vérifie l'hypothèse:

$H_0 : \rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_n = 0$; la nullité simultanée des coefficients de corrélations entre les énoncés.

Le test de Chi deux de Bartlett présente des limites sur les grands échantillons dans la mesure où il est toujours vérifié. Le test KMO¹², élaboré par Kaiser et al, est complémentaire du premier test qui nous permettra de contrecarrer les limites du test de Chi deux de Bartlett.

Le choix du nombre d'axes (nombre de facteurs) se fait sur la base du seuil de l'explication de la variance. Nous éliminons les items qui ont un niveau de communalité inférieur à 0.3, et nous ne retiendrons que les items avec une communalité supérieure à 0.7. Grâce au logiciel SPSS, nous pouvons examiner les valeurs de la variance expliquée par chaque item sur un tableau appelé communalité. Ensuite l'examen des valeurs propres nous permet de choisir le nombre de facteurs. Nous retenons les facteurs qui présentent des valeurs propres supérieures à 1. Le test du coude ou le « scree test » nous permet de s'assurer du nombre d'axes retenus.

1.2. La fidélité des échelles de mesure

La fiabilité de la recherche désigne que l'on peut répéter les différentes opérations d'une recherche, avec l'obligation d'aboutir aux mêmes résultats par des chercheurs différents et à des différents moments. La fiabilité d'un instrument de mesure peut être estimée par:

- La méthode du «test-retest» : Il s'agit d'effectuer le même test sur les mêmes individus à des différentes périodes.
- La méthode des formes alternatives : elle se fait par l'administration aux mêmes personnes de deux tests, un principal et l'autre alternatif supposés mesurer le même phénomène. Néanmoins, la difficulté réside dans la construction du test alternatif.
- La méthode des deux moitiés : elle consiste à scinder en deux parties les items d'une échelle, ensuite on calcule un coefficient de corrélation entre les réponses obtenues dans chaque moitié.

On rejette l'hypothèse nulle lorsque la valeur du test est élevée. A un seuil de risque de 5%, nous rejetons l'hypothèse H_0 si les valeurs du test sont inférieures à 0,05. Le rejet de H_0 implique l'acceptation de l'hypothèse alternative qui stipule l'existence de corrélation entre les différentes énoncées d'une variable.

¹² Il s'agit d'un indicateur chiffré compris entre 0 et 1, vérifiant si le niveau de corrélation entre les items est assez suffisant pour réaliser une ACP. Une valeur supérieure à 0.5 est considérée comme acceptable, une valeur supérieure à 0.7 est jugée satisfaisante.

- La méthode de cohérence interne : elle est mesurée grâce à l'alpha de Cronbach (1951) qui consiste à réduire les items initiaux en fonction de la valeur de l'alpha. Nous considérons qu'il existe une cohérence interne suffisante si la valeur de l'alpha de Cronbach est supérieure ou égale à 0.7.

Nous avons sélectionné un nombre de variables jugé pertinent et conforme aux méthodologies de notation employées par les agences en matière de gouvernance d'entreprise. Cette sélection des données a été faite sur la base, d'une part de la disponibilité des critères, et d'autre part d'un rapprochement des familles de critères.

Le nombre des critères caractéristiques s'élève à 51 regroupées en 5 thèmes (annexe 2). Les variables choisies représentent ces divers critères de notation de la qualité du système de gouvernance d'entreprise employés par les différentes agences. Dans le cas où les agences utilisent des descriptions différentes pour le même critère, nous avons retenu une seule définition qui résume toutes les descriptions utilisées. Par ailleurs, certains critères peuvent concerner plus d'un thème d'évaluation. Dans ce dernier cas, nous avons regroupé le critère dans un seul thème selon son importance et sa définition donnée par les agences. Nous avons par ailleurs procédé au regroupement des critères selon la description donnée par les différentes agences. Ce regroupement en 5 thèmes majeurs n'a pas d'incidence sur l'analyse, puisque nous discriminons au niveau des critères. Il facilite néanmoins les commentaires puisqu'il permet d'associer chaque méthodologie à des thématiques dominantes.

Dans notre analyse, les critères ont la même pondération, car notre objectif est prioritairement de vérifier qu'un critère est retenu ou pas par les agences. De fait, le codage est binaire, pour préciser si l'agence utilise ou non le critère dans sa méthode d'évaluation.

2. Les résultats

En premier lieu, il est utile de présenter l'ensemble des agences et des critères les plus utilisés sous forme de graphique pour mieux rendre compte de leur positionnement (figure 11).

La détermination du nombre de facteurs est une étape délicate dans l'analyse factorielle. Dans notre analyse, et selon la règle de Kaiser, seuls les deux premiers facteurs sont retenus. Ces deux premiers facteurs ont une valeur propre supérieure à 1.

L'analyse fournit deux axes riches en termes d'informations. L'axe 1 résume 49,3 % de l'information, l'axe 2, 23,1 %. Les deux premiers axes factoriels restituent donc conjointement 72,3 % de l'information totale quant aux critères d'évaluation employés en matière de gouvernance d'entreprise. Sur la base des critères précédemment évoqués, nous allons interpréter les deux axes retenus. Toutefois, l'axe 1 fournit le plus grand pourcentage d'information et doit donc être analysé en priorité.

Les variables actives, c'est-à-dire les critères, sur l'axe 1, et qui différencient les agences, sont celles ayant les corrélations les plus fortes avec cet axe (tableau 17). Les critères se rapportant aux thèmes « droit des actionnaires externes » et « processus d'audit et qualité de l'information financière » contribuent fortement et positivement à la formation de l'axe 1. A l'opposé, les critères du thème « conseil d'administration » contribuent négativement à la formation de cet axe. L'axe 1, l'axe le plus riche en terme informationnel, est donc majoritairement formé des critères de ces trois thèmes mais surtout, oppose des critères de contrôle « externe » (droit des actionnaires externes, audit et information financière) à des critères de contrôle « interne » (conseil d'administration).

Les contributions des critères formant l'axe 2 sont plus « diluées ». Néanmoins, les critères du thème « politique de rémunération et convergence des intérêts actionnaires - dirigeants » semblent contribuer positivement et de manière plus significative que les critères des autres thèmes à la formation de cet axe.

L'observation du graphe laisse apparaître 3 classes d'agences.

La première est constituée des agences S&P et GMI. Ces agences sont positivement corrélées avec l'axe 1 et négativement corrélées avec l'axe 2. Elles appuient leur méthodologie

essentiellement sur des critères liés au droit des actionnaires externes, au processus d'audit et à la qualité de l'information financière. Elles privilégient donc une position extérieure à l'entreprise. Il n'est pas forcément surprenant de constater qu'une agence de rating comme S&P accorde une grande importance à des éléments de réduction de l'asymétrie d'information, ce qui l'est beaucoup plus en revanche est la proximité qu'elle entretient avec GMI, dont la vision est théoriquement plus orientée du côté de l'actionnaire. Certainement l'une des explications provient-elle du choix de S&P de ne pas intégrer le risque de gouvernement d'entreprise dans son processus de rating de risque crédit. En d'autres termes, ce choix conduit l'agence à adopter une vision certainement plus large, en tout cas, plus actionnariale, du gouvernement d'entreprise. Par ailleurs, il est intéressant de noter que cette vision la rapproche de l'une des agences orientée actionnaires, GMI, mais pas de l'autre, ISS.

La seconde classe est en effet constituée de l'agence ISS. ISS apparaît négativement corrélée avec l'axe 1. L'agence appuie ainsi sa méthodologie sur des critères concernant le conseil d'administration, elle privilégie ainsi une vision intérieure à l'entreprise. Sur cet axe, les deux agences orientées actionnaires, GMI et ISS, semblent donc s'appuyer sur des critères relativement différents, alors que le risque doit être théoriquement perçu de la même position.

La troisième classe est constituée des agences de rating Fitch et Moody's, positivement corrélées avec l'axe 2. Cet axe est surtout représenté par les critères de la politique de rémunération et de la convergence des intérêts actionnaires - dirigeants. L'objectif de ces deux agences est d'intégrer des éléments de gouvernement d'entreprise à leur méthodologie de rating. Le choix de critères portant sur le lien actionnaires - dirigeants est donc peu étonnant, comme complément à une analyse du risque vue du côté du créancier.

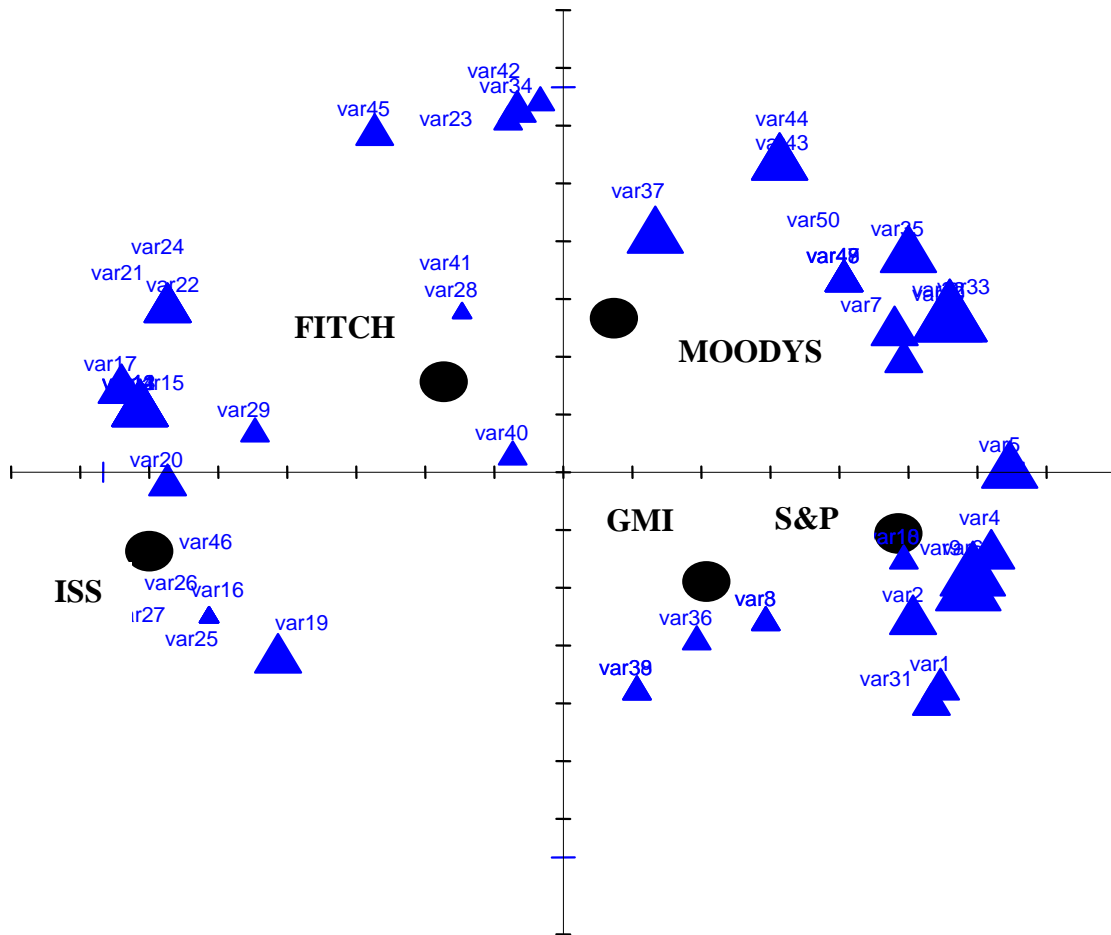


Figure 12 : Carte des agences et de critères

Tableau 17 : Les contributions des critères aux axes factoriels

| Contributions positives | | | | Contributions négatives | | | |
|-------------------------|-----|-------|-----|-------------------------|-----|-------|-----|
| Axe 1 | | Axe 2 | | Axe 1 | | Axe 2 | |
| Var4 | +3% | Var42 | +8% | Var11 | -3% | Var1 | -2% |
| Var5 | +3% | Var23 | +7% | Var12 | -3% | Var31 | -2% |
| Var6 | +3% | Var34 | +7% | Var13 | -3% | Var38 | -2% |
| Var9 | +3% | Var45 | +6% | Var14 | -3% | Var39 | -2% |
| Var1 | +2% | Var43 | +5% | Var15 | -3% | Var2 | -1% |
| Var2 | +2% | Var44 | +5% | Var17 | -3% | Var3 | -1% |
| Var7 | +2% | Var37 | +3% | Var16 | -2% | Var8 | -1% |
| Var10 | +2% | Var35 | +2% | Var20 | -2% | Var16 | -1% |
| Var18 | +2% | Var47 | +2% | Var21 | -2% | Var19 | -1% |
| Var30 | +2% | Var48 | +2% | Var22 | -2% | Var25 | -1% |
| Var31 | +2% | Var49 | +2% | Var24 | -2% | Var26 | -1% |
| Var32 | +2% | Var50 | +2% | Var25 | -2% | Var27 | -1% |
| Var33 | +2% | Var7 | +1% | Var26 | -2% | Var36 | -1% |
| Var35 | +2% | Var21 | +1% | Var27 | -2% | Var46 | -1% |
| Var51 | +2% | Var22 | +1% | Var46 | -2% | | |
| Var47 | +1% | Var24 | +1% | Var19 | -1% | | |
| Var48 | +1% | Var28 | +1% | Var29 | -1% | | |
| Var49 | +1% | Var30 | +1% | | | | |
| Var50 | +1% | Var32 | +1% | | | | |
| | | Var33 | +1% | | | | |
| | | Var41 | +1% | | | | |

3. Conclusion du chapitre

Les agences de notation des SGE se divisent théoriquement en deux groupes. Celles qui adoptent la vision de l'actionnaire, celles qui se situent du côté du créancier. Leur approche de la notion des SGE devrait donc tenir compte de cette vision différente de l'investissement et du risque. L'objectif de notre étude était de comparer les méthodes de notation des agences de

référence, et de les positionner sur un graphe, de manière à identifier des classes d'agences et apprécier des similitudes et des différences supposées. Nous étions en particulier motivés par le fait que la compréhension des problèmes de gouvernement d'entreprise est relativement récente et toujours en cours, et que les agences doivent tenir compte d'investissements de plus en plus complexes.

Notre analyse factorielle nous permet d'identifier 3 classes d'agences. L'une de ces classes regroupe les agences de rating Moody's et Fitch, ce qui paraît cohérent. Les deux autres classes révèlent des positionnements plus étonnants. Ainsi, S&P, une agence de rating et GMI, spécialisée dans la notation de gouvernement d'entreprise, semblent assez proche.

Enfin, ISS, spécialisée également dans la notion de gouvernement d'entreprise, se positionne à part des deux autres classes.

Cette analyse montre que les approches des agences sont encore loin d'être homogènes. Du fait de l'importance de la notation sur le coût du capital et la politique d'investissement des entreprises, une meilleure compréhension de ces méthodes s'avère donc indispensable.

Chapitre 7 : L'évaluation du système de gouvernance

Favorisé par les récents scandales des entreprises tels qu'Enron et Worldcom aux Etats-Unis (États-Unis) ; France Telecom et Vivendi Universal (France), Crédit Lyonnais et Air France en 1990 ; les crises financières de 1998 produites en Russie et au Brésil, le concept de la gouvernance d'entreprise fait l'objet d'un regain d'intérêt. En effet, ces évènements montrent que les mécanismes de contrôle des activités des entreprises sont largement remis en cause. En effet, la fonction d'un mécanisme de gouvernance et, plus généralement, d'un système de gouvernance, est de contribuer à améliorer l'efficacité de la firme.

Suite à ces dysfonctionnements observés au sein de diverses entreprises, les investisseurs institutionnels ont commencé à évaluer le degré de la qualité du système de gouvernance d'entreprise que devrait jouer dans leurs politiques d'investissement. Ils sont devenus de plus en plus attentifs aux règles de gouvernance d'entreprise appliquées par les entreprises dont ils sont actionnaires. Certaines recherches académiques ont montré que l'actionnaire valorise positivement la gouvernance d'entreprise. Selon McKinsey (2002), les investisseurs institutionnels sont prêts à payer une prime de 12 à 14 % pour les entreprises qui adoptent les meilleures pratiques de gouvernance. D'autres études ont montré que la valeur est corrélée à l'indépendance du conseil, à la séparation entre le président et le CEO, à la structure du conseil, à la nature de la rémunération des dirigeants, au cumul des mandats...

Dans ce contexte, des études antérieures ont essayé de déterminer les facteurs d'un bon système de gouvernance. Selon Shleifer et Vishny (1997), une bonne gouvernance est principalement représentée par une protection des investisseurs et une concentration de la structure de propriété.

L'étude de Gompers et al (2003) révèle une relation positive entre la bonne gouvernance et la performance de l'entreprise. De plus et en adoptant des stratégies d'investissement basées sur les meilleures pratiques de gouvernance, les investisseurs réalisent un rendement anormal de 8,5 %.

Ainsi, l'évaluation du système de gouvernement d'entreprise est devenue une pratique de plus en plus courante soit à travers des services de notations spécialisés (S&P, GMI, ISS...) ou avec l'intégration du système de gouvernement d'entreprise dans la notation financière (Moody's et Fitch). Dans cet esprit, plusieurs organismes ont commencé à intégrer la qualité du gouvernement d'entreprise dans leur processus d'évaluation du risque de crédit. En effet, les investisseurs ont besoin de plus en plus de connaître la nature des relations qui lient les administrateurs d'une part, et le lien entre ces derniers et le dirigeant, d'autre part. Il est primordial pour les investisseurs aussi de connaître les critères appliqués dans la détermination de la politique de rémunération et de fonctionnement du comité d'audit. Les critères employés par les agences se fondent à la fois sur la bonne pratique internationale en la matière et sur la situation particulière de l'entreprise.

Nous pouvons dès lors insister sur l'importance des bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise et leur effet considérable sur la réputation de la firme en matière de création de la valeur. Ainsi, nous allons dans ce qui suit, déterminer un score de gouvernance basé sur la performance. Notre objectif est d'une part, d'établir un score de gouvernance pour les entreprises françaises, et de dégager les bonnes pratiques de gouvernance qui permettent d'avoir un bon niveau de performance, d'autre part.

Pour ce faire, nous allons tout d'abord présenter la méthode de calcul du score de gouvernance (section 1). Ensuite nous allons étudier le lien entre le score de gouvernance et la performance (section 2). Par la suite nous présenterons le lien entre le score calculé et les

coûts d'agence (section 3). Enfin, nous allons étudier l'importance du secteur d'activité dans la détermination du score de gouvernance (section 4).

1. Méthode de calcul des scores de gouvernance : la méthode d'enveloppement des données (DEA)

A partir des études exposées dans le chapitre 4 de la première partie, nous découvrons que le score calculé suppose généralement que les différents éléments de la gouvernance participent de la même façon dans le perfectionnement de la qualité de cette dernière. Ajoutons qu'il y a une grande divergence concernant les variables retenues pour calculer score de gouvernance. Par conséquent nous allons tenter de contribuer à la littérature en présentant une méthode qui permet de remédier aux limites citées.

La méthode que nous allons utiliser nous permet de tenir compte, d'une part, des relations endogènes et non linéaires entre les différents aspects de la gouvernance et la performance. D'autre part, elle nous permet de déterminer une frontière des bonnes pratiques sur laquelle se positionnent les firmes dont la combinaison des pratiques permet d'atteindre un niveau élevé de performance.

Dans ce travail de recherche, nous avons eu recours à la méthode d'enveloppement des données (DEA) afin de calculer des indices de gouvernance traduisant l'efficacité de cette dernière.

Le développement théorique de la méthode DEA est attribué à l'économiste Pareil (1957) puis à Charnes (1978). Depuis, plusieurs applications de cette méthode ont été élaborées. A ses débuts, cette dernière a été utilisée pour les organisations à but non lucratif où les cours boursiers ne sont pas disponibles (Thursby, 2000). Ultérieurement la méthode DEA a été utilisée de plus en plus et ceci étant donné sa capacité à prendre en considération plusieurs *inputs* et *outputs* dans la fonction de production sans avoir à spécifier cette dernière. Dans ce

contexte, Brockett et al (1998) et Zhu (2000) ont utilisé la méthode d'enveloppement des données respectivement pour les firmes de Forbes 500 et pour les compagnies d'assurance.

D'autres recherches ont eu recours à la méthode DEA afin de tester s'il y a des différences d'efficacité entre les firmes de petite et grande taille (Patibandla, 1998). De plus la méthode DEA a été utilisée afin d'analyser le secteur bancaire (Berger et Humphrey, 2000 ont présenté une revue de la littérature relative à plus de 130 études qui ont eu recours à la frontière efficiente). Enfin il est à signaler que quelques recherches se sont penchées sur l'étude de la relation entre la gouvernance et l'efficacité des firmes.

Dans ce cadre Elyasiani et Mehdian (1992) ont montré que l'efficacité des banques ayant un actionnaire majoritaire diffère de celles des autres banques. Lauterbach et Vaninsky (1999) montrent que les firmes dont le dirigeant est un actionnaire sont moins efficaces que les autres firmes. Enfin l'étude qui a traité plusieurs mécanismes de gouvernance à la fois est celle de Lehmann et al (2004). En effet, ces auteurs ont utilisé d'une part la concentration de la propriété, la structure de capital et son intensité comme des *inputs*. D'autre part, ils ont assimilé la croissance de la firme et l'investissement à des *outputs*.

Afin de calculer un score de gouvernance pour les entreprises françaises, nous allons utiliser la méthode des enveloppements des données (DEA, Data Envelopment Analysis)¹³. La méthode DEA a été employée dans l'analyse de la performance des différents secteurs (enseignement, bancaire, hospitalier...). Cette méthode présente de nombreux intérêts pour évaluer la gouvernance. Elle propose une évaluation multidimensionnelle du système de gouvernance d'entreprise. Plus précisément, elle consiste à prendre en compte de façon simultanée plusieurs inputs et plusieurs outputs et de construire une frontière efficiente à partir des unités de production observées. Cette méthode est particulièrement adaptée à la conduite d'une procédure de *benchmarking* visant à accroître la gouvernance des entreprises

¹³ En général, on trouve deux principales approches non-paramétriques, à savoir l'approche DEA et FDH. Cependant, la majorité des travaux adoptent la première approche pour construire la frontière qui enveloppe l'ensemble de production.

par la diffusion des meilleures pratiques. Elle permet de savoir quelles sont les unités ayant les meilleures pratiques parmi la population étudiée d'après la distance de chaque unité par rapport à la frontière d'efficacité empirique.

Elle permet aussi de donner les moyens aux entreprises d'identifier les voies possibles d'accès aux « meilleures pratiques », qui sont gages d'une meilleure performance. Un autre intérêt est de permettre une identification rigoureuse de partenaires dans le cadre d'une démarche de *benchmarking*. Une des limites de la méthode est la nécessité de disposer d'un assez grand nombre d'observations pour générer des frontières stables.

En se basant sur un échantillon de 331 firmes américaines cotées, pour la période 1994-2001, El Mir et Khanchel (2004) ont essayé d'identifier une gouvernance efficace appréhendée par la structure de propriété et l'efficacité du contrôle exercé par le conseil d'administration. Pour ce faire, ils ont synthétisé les variables de gouvernance par un score calculé selon la méthode d'enveloppement des données. Ils ont considéré la gouvernance comme étant un *input* et la performance comme étant l'*output*. Les résultats auxquels ils ont abouti montrent que la majorité des entreprises sont moyennement efficaces.

Dans le même contexte, Couderc (2003) met en évidence la relation entre les scores d'efficacité, calculés selon la méthode DEA, et les rémunérations touchées par les dirigeants, sur un échantillon d'entreprises américaines pour la période 1992-2002. L'auteur montre que la composition de la rémunération du dirigeant joue un rôle dans la distance à la frontière efficace, et leurs résultats sont robustes à l'utilisation de la méthode de l'enveloppement des données, pour estimer l'efficacité des entreprises.

1.1. Concept de frontière d'efficacité

Empiriquement la frontière de production est inconnue, il faut alors l'estimer à partir des données relatives aux niveaux de production et aux quantités d'input utilisées pour produire une quantité d'output. A cet égard, deux approches principales de frontière d'efficacité ont

été avancées dans la littérature de l'économétrie de la production, à savoir l'approche économétrique ou paramétrique et l'approche de programmation mathématique ou non-paramétriques. La première approche nécessite la spécification d'une frontière de production, de coût, de revenu ou de profit. Selon cette approche, tout écart par rapport à la frontière est imputé à l'inefficience et/ou aux aléas qui sont hors du contrôle de la firme.

L'approche de programmation mathématique (DEA pour Data Enveloppement Analysis)¹⁴ implique la construction d'une frontière de production par enveloppement des données. Cette construction peut être, tout simplement, réalisée par une simple résolution d'un problème de programmation linéaire (le modèle sera présenté ci-après). En effet, cette dernière n'exige aucune forme fonctionnelle qui décrit la technologie de production adoptée par une firme, ce qui représente un avantage principal de l'approche.

Farrell (1957), en s'inspirant en grande partie des travaux de Debreu (1959) et de Koopmans (1957), a défini une mesure simple de l'efficience productive d'une firme. Il a avancé, pour la première fois, une mesure de l'efficience technique et de l'efficience allocative.

1.1.1. Définition de l'inefficience technique

Une firme est dite techniquement inefficente si elle utilise un niveau excessif d'inputs relativement au niveau de la quantité d'output produite. De la même manière, la firme n'arrive pas à produire une quantité maximale d'output étant donné un niveau déterminé d'input¹⁵.

1.1.2. Définition de l'inefficience allocative

Une firme est allocative inefficente si elle utilise ses facteurs de production dans des proportions erronées compte tenu de leurs prix (Chaffai, 1997). Economiquement ceci se traduit par une inégalité entre le rapport des prix et le taux marginal de substitution. Par

¹⁴ En général, on trouve deux principales approches non-paramétriques, à savoir l'approche DEA et FDH. Cependant, la majorité des travaux adoptent la première approche pour construire la frontière qui enveloppe l'ensemble de production.

¹⁵ La définition de l'inefficience technique dépend selon l'orientation adoptée, i.e., orientée input ou output.

ailleurs, le produit de ces deux mesures fournit une mesure de l'efficacité économique ou globale.

Ces concepts sont illustrés par le graphique 10 pour une firme qui utilise deux inputs pour produire un seul output.

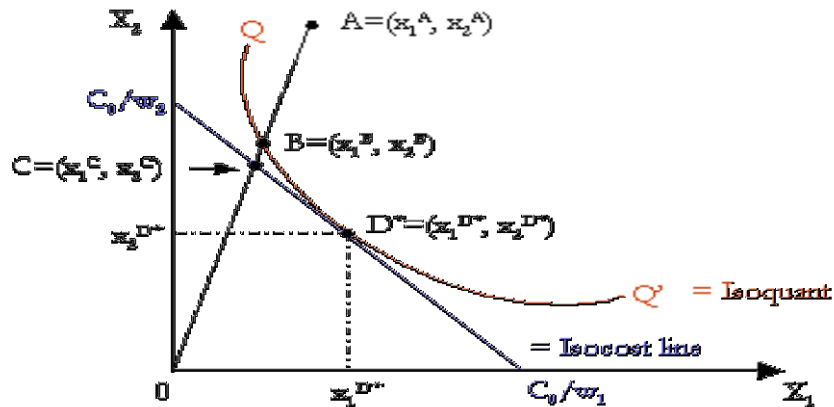


Figure 13 : Inefficacité allocative

L'isoquant QQ' représente les différentes combinaisons possibles des paires d'inputs (x_1, x_2) nécessaire pour produire une quantité donnée d'output et en utilisant une technologie de production déterminée. Ainsi, les firmes qui opèrent sur l'isoquant sont donc considérées techniquement efficaces (i.e., les firmes B, D). L'indicateur de l'inefficacité technique est donné par la distance relative entre l'output réellement produit et l'output techniquement réalisable sur la frontière. Ainsi, la distance AB représente l'inefficacité technique de la firme A.

Une firme est allocative efficace si elle opère au point de tangence entre l'isoquant QQ' et l'isocoût (C_0C_1). La firme qui opère au point D est à la fois techniquement et allocative efficace. Toutefois, la firme située au point A, exhibe à la fois une inefficacité technique et allocative. Elle est techniquement inefficace parce qu'elle n'opère pas sur l'isoquant, et elle

est allocative inefficace, parce qu'elle n'utilise pas ses inputs dans des proportions correctes. Plus spécifiquement, la firme A utilise trop d'input 2 et trop peu d'input 1, qui est représenté par le ratio C/B.

1.2. Frontière non-paramétrique

Historiquement, c'est à Farrell (1957) que revient la parenté de mesure de l'efficacité technique. L'approche non-paramétrique souvent assimilée à la méthode DEA. En effet, Charnes et al (1978) ont introduit cette méthodologie, qui a permis de passer du cas simple mono-produit étudié initialement par Farrell à un cas plus général multi-produit en enveloppement les données. La construction de la frontière selon cette approche est basée sur la programmation linéaire. La frontière estimée par la méthodologie DEA se compose donc des meilleures firmes appelées aussi les unités « les meilleurs possibles, i.e., Best Practices ».

Ces dernières représentent la combinaison convexe des firmes dans l'industrie qui dominent toutes les autres firmes qui œuvrent dans le même ensemble convexe des possibilités de production. Cette approche est déterministe puisqu'elle ne tient pas compte des aléas. Ce qui implique qu'elle relate tout écart par rapport à la frontière à l'inefficacité technique.

L'approche originale de DEA établie par Charnes et al (1978) suppose des rendements d'échelle constants. Cette hypothèse est appropriée quand toutes les firmes fonctionnent à une échelle optimale. Cependant, plusieurs facteurs tels que l'imperfection de la compétitivité ou l'indisponibilité des ressources financières peuvent faire l'objet d'un handicap qui l'empêche de fonctionner à une échelle optimale (Coelli et al, 1998). En conséquence, l'utilisation des rendements d'échelle constants pourrait biaiser les mesures d'efficacité technique qui sont, dans ce cas, confondues avec les efficacités d'échelle. Toutefois, Banker et al (1984), ont présenté, pour la première fois, un programme linéaire qui suppose l'hypothèse des rendements d'échelle variables.

Plusieurs versions de la méthodologie DEA ont été avancé dans la littérature, à savoir les modèles orientés inputs et les modèles orientés outputs, tout en tenant compte ou non de la variabilité des rendements d'échelle. Généralement le choix de l'orientation est lié à l'objectif que l'on souhaite atteindre. Dans ce présent travail, on va s'intéresser au modèle orienté output. Ceci suppose, en fait, une analyse du niveau d'output étant donné un niveau déterminé d'input. En termes d'efficacité technique, ceci implique la quantité maximale d'output que l'on pourrait atteindre en se basant sur un niveau déterminé d'input.

Le modèle de programmation linéaire utilisé pour déterminer le niveau d'efficacité technique individuel peut être défini comme suit :

$$\begin{aligned} & \underset{\theta, \lambda}{\text{Max}} \theta \\ & \text{SC} \\ & -\theta Y_i + Y\lambda \geq 0 \\ & X_i - X\lambda \geq 0 \\ & \lambda \geq 0 \end{aligned}$$

Où,

θ : représente la valeur du score d'efficacité technique pour la $i^{\text{ème}}$ firme ;

λ : Le vecteur des constantes ;

Le programme linéaire doit être résolu N fois ; une fois pour chaque firme dans l'échantillon.

1.3. Frontière paramétrique¹⁶

A l'opposé de l'approche non-paramétrique DEA, l'approche paramétrique nécessite, primordialement, la spécification d'une forme fonctionnelle bien déterminée représentant la technologie de production utilisée par une firme. Cette frontière fait introduire deux types d'erreur, un terme d'erreur symétrique ou usuel, V_i , représentant les aléas imprévisibles et qui sont hors du contrôle de la firme, et un terme d'erreur asymétrique, U_i ($U_i \geq 0$) représentant

¹⁶ Pour un survol de littérature qui porte sur les frontières d'efficacités ainsi que les différentes techniques d'estimation, voir à titre d'exemple Chaffai (1997).

l'inefficience technique. Par conséquent, cette approche nécessite des hypothèses fortes quant à la distribution de ce terme d'erreur (semi-normal, Exponentielle, Gamma, etc.).

Dans ce cadre, deux types de frontières peuvent être considérées; la frontière paramétrique déterministe, qui interprète tout éloignement à la frontière comme un indicateur de l'inefficience technique, et la frontière stochastique qui incluse deux termes d'erreurs, l'un est asymétrique introduit pour capter l'inefficience technique et l'autre est un terme d'erreur symétrique ou usuel qui est supposé hors du contrôle de la firme¹⁷.

La frontière déterministe a été modélisé pour la première fois par une frontière de production homogène de type Cobb-Douglas, grâce aux travaux d'Aigner et Chu (1968). Cette frontière a été développée pour le cas des données en coupe transversales. Cependant, Schmidt et Sickles (1984) ont spécifié une frontière de production en présence des données de panel¹⁸. La spécification est donnée par l'expression suivante :

$$Y_{it} = f(x_{1it} + x_{2it} + \dots + x_{Nit}, \beta) \exp\{v_{it} - U_i\}$$

Où

Y_{it} : représente l'output produit par la ième firme pendant la période t (t=1,..., T; i=1,..., N)

X_{it} : désigne le vecteur des inputs utilisés par la firme i pour produire l'output Y_{it}

En écriture logarithmique, le modèle peut s'écrire comme suit :

$$y_{it} = \alpha + x' \beta + v_{it} - u_i$$

D'ores et déjà, deux modèles peuvent être déduits, selon que l'on suppose que les effets individuels sont fixes ou aléatoires.

1.3.1. Modèle à effets individuels fixes

Le modèle à effets fixes est, souvent, représenté selon cette expression :

$$y_{it} = \alpha + x' \beta + v_{it} - u_i$$

¹⁷ Dans ce papier, nous traitons du cas de la frontière déterministe afin de comparer les scores d'efficience techniques obtenus par cette approche avec ceux obtenus à partir de la méthodologie DEA.

¹⁸ Nous considérons dans ce travail seulement le cas des frontières développées dans le cadre des données de panel.

$$= \alpha_i + \mathbf{x}'\beta + v_{it}$$

La mesure de l'efficacité technique selon cette spécification est donnée par l'expression suivante :

$$ET_i = \frac{Y_{it}}{f(x_{1it}, \dots, x_{Nit}) \exp(V_{it})} = \exp(-\hat{U}_i), \text{ tel que } \hat{U}_i = \hat{\alpha}_i - \max(\hat{\alpha}_i)$$

Le modèle présenté ci-haut peut être estimé soit par la méthode WITHIN, soit par les MCO appliquée à un modèle comportant N variables muettes représentant les effets individuels. Toutefois, si le nombre des individus est élevé dans l'échantillon, alors le modèle à effets aléatoires ou encore le modèle à erreurs composées pourrait faire l'objet d'un modèle approprié¹⁹.

1.3.2. Modèle à effets aléatoires

Dans ce cas, le modèle devient ainsi :

$$\begin{aligned} y_{it} &= \alpha + \mathbf{x}'\beta + v_{it} - u_i \\ &= \alpha - \mu + \mathbf{x}'\beta + v_{it} - (u_i - \mu) \\ &= \alpha^* + \mathbf{x}'\beta + \underbrace{v_{it} - u_i}_{\varepsilon_{it}} \end{aligned}$$

Ce modèle peut se ramener à un modèle classique à erreurs composées. Dans ce cas, l'estimation des paramètres du modèle peut s'effectuer par les MCG selon la spécification suivante ²⁰:

$$\hat{\gamma} = (\hat{\alpha}^*, \hat{\beta}) = (\mathbf{x}'\Omega^{-1}\mathbf{x})^{-1}(\mathbf{x}'\Omega^{-1}\mathbf{y})$$

Avec ; $\mathbf{x} = (\mathbf{J}, \mathbf{X})$ et $\mathbf{J}' = (1 \dots 1)$ et Ω c'est la matrice variance-covariance des erreurs.

¹⁹ Pour voir est-ce qu'il s'agit d'un modèle à effets fixes ou aléatoire, nous pouvons mener un test d'Hausman. Cependant, Fillipini (2001, 2002) suggère que si le nombre d'individu est élevé, alors on adopte un modèle à effets aléatoires.

²⁰ Le modèle peut être estimé en appliquant les MCO sur un modèle transformé.

Dans notre cas, cette méthode permet de déterminer la frontière représentant les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise par enveloppement des données : L'input permettant de maximiser l'output. Une telle méthode permet d'évaluer l'efficacité de N unités de prise de décisions. Cette approche dérive de la programmation linéaire et, à ce titre, entre dans la catégorie des méthodes non paramétriques. En effet, elle n'exige aucune spécification explicite de la relation liant l'input à l'output, ce qui représente un avantage principal de l'approche. L'idée est de comparer chaque entreprise (chaque DMU, *Decision Making Unit*) à la « meilleure » entreprise, pour déterminer la distance entre les deux. La frontière efficiente est définie par le trait en pointillé, à partir des coordonnées de chaque DMU (figure 13). Dans le cas présent les entreprises françaises jouent le rôle d' « unité de production ». En France, il n'existe, à notre connaissance, aucune étude empirique ayant mesuré l'efficacité du système de gouvernance en utilisant la méthode DEA.

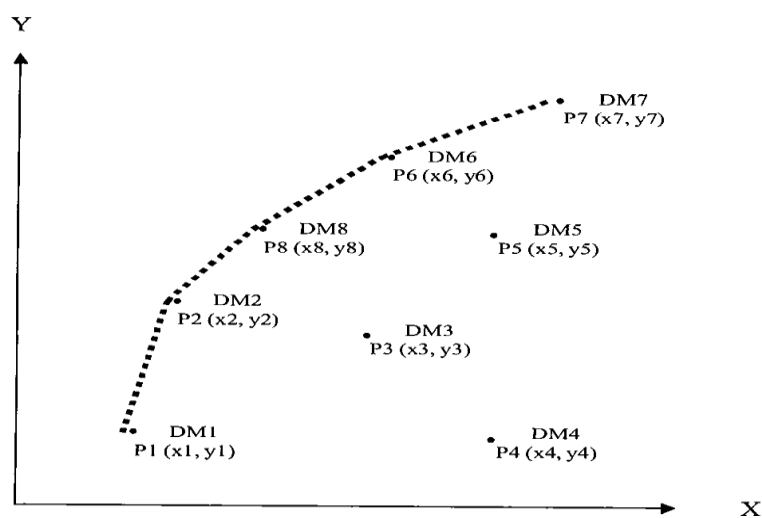


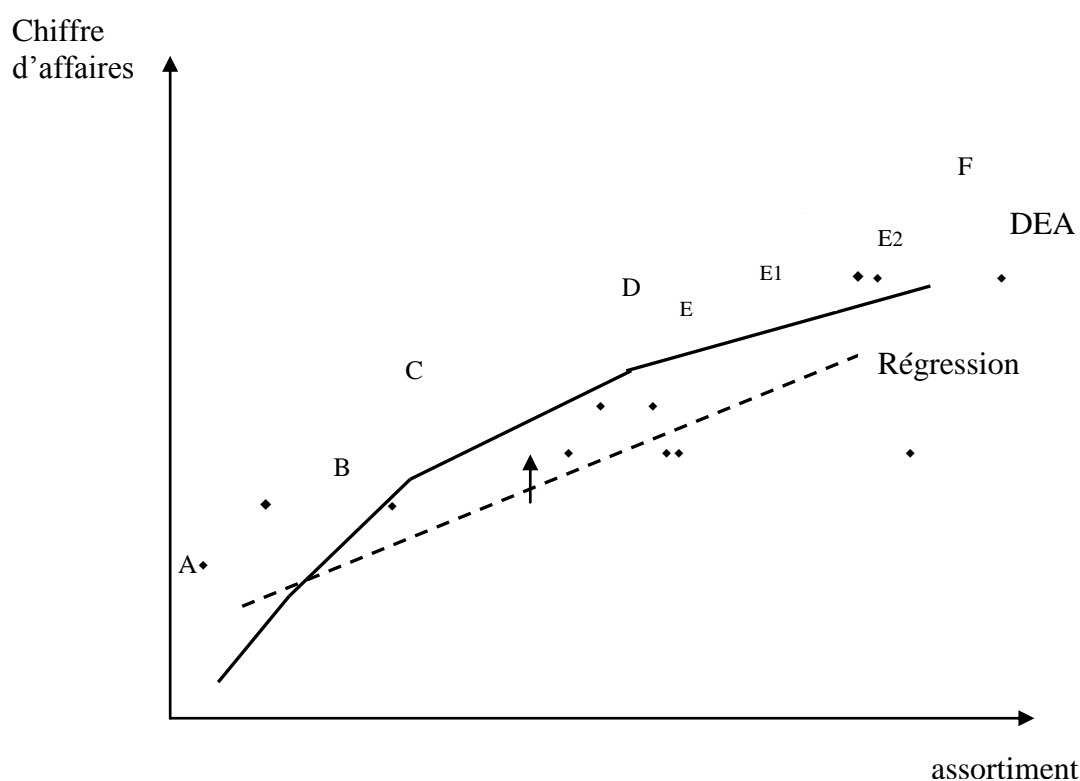
Figure 14 : Principe de la méthode DEA

La technique d'enveloppement des données (DEA)

Les principes

La méthode d'enveloppement des données, *Data Envelopment Analysis* (DEA), enveloppe les unités les plus efficaces. Alors que les techniques paramétriques classiques, telles que la régression, se concentrent sur les performances moyennes, la DEA repère les meilleures pratiques et permet un nivellement par le haut des pratiques individuelles.

Figure 15 : Comparaison de la DEA et de la régression



Inspiré de Charnes A., Cooper W., Lewin A., Seiford L. (1994), *Data envelopment analysis: theory, methodology and applications*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, M.A

Sur cet exemple simplificateur, la courbe ABCD représente les points de vente parfaitement efficaces. On constate qu'il existe plusieurs combinaisons possibles des assortiments, pour atteindre un niveau optimal de chiffre d'affaires. La définition du magasin jumeau, ainsi que la fixation de nouveaux objectifs, se font selon deux orientations, au libre choix de l'analyste : conserver un assortiment identique et accroître le chiffre d'affaires : on passe alors du point E

au point E1 (orientation output). Ou inversement, conserver le même chiffre d'affaires avec un assortiment plus restreint (orientation input).

Les avantages

La flexibilité de la DEA permet l'intégration de paramètres incontrôlables, sur lesquels le manager ne peut intervenir (intensité concurrentielle, ancienneté, contexte local...). L'identification des partenaires et la fixation des objectifs tiendront compte de ces contraintes pour rendre compte de la réalité à laquelle sont confrontés les distributeurs. Ainsi, on pourra demander à un point de vente d'agir sur l'allocation de l'espace ou encore le nombre d'employés, pour un niveau fixé et invariable d'intensité concurrentielle. La DEA permet donc la fixation d'objectifs individualisés et aboutit à une évaluation plus juste des points de vente.

L'autre force de la DEA repose sur ses propriétés de modélisation : elle autorise une analyse multi outputs et multi inputs simultanément. De plus, elle permet l'utilisation de variables exprimées dans des unités de mesure différentes. Ce qui représente un avantage certain lorsque l'on doit intégrer des critères aussi variés que les assortiments, le nombre d'employés, la structure juridique du magasin, son ancienneté...

Les limites

La principale limite de la méthode repose sur le fait qu'il s'agit d'une technique déterministe. La pertinence des résultats se veut donc très contingente de la qualité de la base de données initiale. L'utilisation de la méthode DEA suppose donc de disposer d'une base de données, fiable, épurée des valeurs extrêmes. En cela, elle nécessite un traitement en amont.

La présente recherche a pour but de contribuer modestement à combler cette lacune. Nous évaluons la gouvernance de 132 entreprises françaises pour la période 2002-2008. En effet, notre analyse empirique consiste à considérer la gouvernance comme étant un *input* et la performance comme étant l'*output*. Ainsi pour chaque firme nous allons calculer un *score* d'efficacité qui mesure la distance qui sépare cette entreprise de la frontière efficiente exprimant les meilleures pratiques en matière de gouvernance. L'approche originale de DEA établie par Charnes et al (1978) suppose des rendements d'échelle constants. Pour simplifier notre analyse, nous considérons l'existence des rendements d'échelle constants.

Dans ce présent travail, on va s'intéresser au modèle non orienté. Ceci suppose, en fait, une amélioration simultanée des inputs et des outputs. Chaque firme est caractérisée par son système de gouvernance. Les *outputs* sont relatifs à la performance appréhendée par le Q de Tobin et le rendement des fonds propres.

La méthode DEA permet de convertir plusieurs inputs et outputs en une seule mesure reflétant la performance ou l'efficacité de chaque observation. Cette efficacité est calculée en maximisant les outputs pondérés aux inputs. Dans ce travail, les firmes françaises représentent les unités de prise de décisions. Chaque firme est caractérisée par son système de gouvernance appréhendé par les variables relatives au fonctionnement du conseil d'administration, la structure de propriété et les caractéristiques du dirigeant.

Tableau 18 : Les paramètres de la méthode DEA

| Les paramètres | Mesure retenue |
|-----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Les inputs | <ul style="list-style-type: none"> – Le fonctionnement du conseil d'administration – La structure de propriété – Les caractéristiques du dirigeant |
| Les outputs | <ul style="list-style-type: none"> – Q de Tobin – Le rendement des fonds propres (ROE) |

Tableau 19 : Statistiques descriptives

| Année | Nombre des firmes efficientes | Moyenne | Médiane | Ecart type | Maximum | Minimum |
|--------------|--------------------------------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|
| 2008 | 45 | 0,68 | 0,67 | 0,312 | 1 | 0,005 |
| 2007 | 56 | 0,70 | 0,72 | 0,319 | 1 | 0,008 |
| 2006 | 44 | 0,71 | 0,73 | 0,390 | 1 | 0,005 |
| 2005 | 38 | 0,69 | 0,73 | 0,393 | 1 | 0,003 |
| 2004 | 31 | 0,65 | 0,63 | 0,405 | 1 | 0,008 |
| 2003 | 32 | 0,64 | 0,68 | 0,387 | 1 | 0,004 |
| 2002 | 41 | 0,66 | 0,66 | 0,390 | 1 | 0,014 |

D'après le tableau 19, pour l'échantillon de 132 entreprises françaises, nous constatons que les entreprises sont moyennement efficientes en matière de gouvernance sur toute la période de notre étude (une firme efficiente possède une combinaison des pratiques de gouvernance qui permet de maximiser la performance).

Il est aussi à noter, que le nombre des firmes efficientes augmente au fur et à mesure que nous avançons dans le temps. En effet, durant l'année 2002, nous avons 41 firmes efficientes alors qu'en 2007 le nombre augmente considérablement pour atteindre 56 firmes. Plus précisément, 56 firmes de notre échantillon ont un système de gouvernance qui permet de maximiser la performance pour l'année 2007. Par ailleurs, nous avons sur les 132 firmes de notre échantillon, 45 entreprises efficientes en 2008. Cette diminution en nombres de firmes efficientes par rapport à l'année 2007 est due en grande partie par l'arrivée de la crise économique et la manque de confiance des investisseurs. Ceci justifie notre choix de faire remonter notre période d'étude à 2008, début de la crise économique et financière. Ainsi, nous pouvons noter que durant les années 2003 et 2004 le nombre des firmes efficientes est le plus faible. Ceci peut être expliqué par la faillite des grandes firmes entreprises américaines en 2002. A partir de l'année 2005 et suite à la publication des codes de bonne conduite en gouvernance, le nombre des firmes efficientes ne cesse pas d'augmenter pour atteindre 56

firmes en 2007. Ainsi, nous pouvons conclure que les firmes françaises sont de plus en plus conscientes du rôle de la gouvernance et essaient par conséquent d'améliorer leurs pratiques en la matière.

Afin d'analyser les composantes du score de gouvernance calculé selon la méthode DEA, nous allons établir la matrice de corrélation entre le score de gouvernance et les autres variables de gouvernance retenues dans notre cas. En nous basant sur la matrice de corrélation (tableau 20, 21 et 22), nous remarquons qu'il existe une forte corrélation entre le score de gouvernance calculé et les variables de gouvernance retenues dans notre étude. En effet, le score de gouvernance est corrélé positivement avec tous les critères de gouvernance considérée à l'exception d'une seule variable pour laquelle la corrélation est négative à savoir le nombre de réunions du comité de rémunération.

Tableau 20 : Matrice de corrélation entre le score de gouvernance et les variables relatives aux caractéristiques du conseil d'administration

| Variab les | SCORE | REMUN | FORMATION | ANCIENN | AGE |
|-------------------|--------------|--------------|------------------|----------------|------------|
| SCORE | 1 | ,270* | ,42 | ,52 | ,154 |
| REMUN | ,270* | 1 | -,029 | -,126 | ,087 |
| FORMATION | ,42 | -,029 | 1 | -,126 | -,062 |
| ANCIEN | ,52 | -,126 | -,126 | 1 | ,413* |
| AGE | ,154 | ,087 | -,062 | ,413* | 1 |

* Signification au seuil de 5%

Tableau 21 : Matrice de corrélation entre le score de gouvernance et les variables relatives à la structure de propriété

| Variab les | SCORE | CONCENT | INV_INST | SALAR | PUBLIC |
|-------------------|--------------|----------------|-----------------|--------------|---------------|
| SCORE | 1 | ,148 | ,118 | ,115 | ,159 |
| CONCENT | ,148 | 1 | -,062 | -,020 | -,375* |
| INV_INST | ,118 | -,062 | 1 | ,025 | ,292* |
| SALARIE | ,115 | -,020 | ,025 | 1 | ,129 |
| PUBLIC | ,159 | -,375* | ,292* | ,129 | 1 |

* Signification au seuil de 5 %

Chapitre 7

Tableau 22 : Matrice de corrélation entre le score de gouvernance et les variables relatives au fonctionnement du conseil d'administration

| Variables | SCORE | TAILLE | CUMUL | INDEP | REUNI | PRESENCE | COM_AUD | IND_AUD | REUN_AUD | COM_NOM | IND_NOM | REUN_NOM | COM_REM | IND_REM | REUN_REM |
|-----------|--------|--------|---------|---------|--------|----------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|
| SCORE | 1 | ,200* | ,218* | ,083 | ,162 | ,012 | ,257** | ,250** | ,197* | ,339** | ,314** | ,291** | ,079 | ,011 | -,005 |
| TAILLE | ,200* | 1 | ,005 | -,054 | ,062 | -,081 | ,391** | ,200* | ,276** | ,327** | ,217* | ,277** | ,097 | ,159 | ,010 |
| CUMUL | ,218* | ,005 | 1 | -,260** | -,007 | ,062 | -,109 | -,063 | -,124 | -,014 | -,095 | -,102 | ,017 | ,000 | -,126 |
| INDEP | ,083 | -,054 | -,260** | 1 | ,129 | ,088 | ,203* | ,425** | ,289** | ,301** | ,435** | ,212* | ,217* | ,230** | ,204* |
| REUNI | ,162 | ,062 | -,007 | ,129 | 1 | ,106 | ,167 | ,308** | ,541** | ,263** | ,412** | ,340** | ,170 | ,249** | ,295** |
| PRESENCE | ,012 | -,081 | ,062 | ,088 | ,106 | 1 | ,005 | -,040 | ,099 | -,007 | ,084 | ,040 | ,145 | ,168 | ,093 |
| COM_AUD | ,257** | ,391** | -,109 | ,203* | ,167 | ,005 | 1 | ,546** | ,499** | ,503** | ,392** | ,409** | ,493** | ,431** | ,326** |
| IND_AUD | ,250** | ,200* | -,063 | ,425** | ,308** | -,040 | ,546** | 1 | ,556** | ,544** | ,633** | ,373** | ,399** | ,392** | ,343** |
| REUN_AUD | ,197* | ,276** | -,124 | ,289** | ,541** | ,099 | ,499** | ,556** | 1 | ,380** | ,508** | ,370** | ,315** | ,388** | ,448** |
| COM_NOM | ,339** | ,327** | -,014 | ,301** | ,263** | -,007 | ,503** | ,544** | ,380** | 1 | ,616** | ,584** | ,270** | ,302** | ,210* |
| IND_NOM | ,314** | ,217* | -,095 | ,435** | ,412** | ,084 | ,392** | ,633** | ,508** | ,616** | 1 | ,663** | ,157 | ,358** | ,206* |
| REUN_NOM | ,291** | ,277** | -,102 | ,212* | ,340** | ,040 | ,409** | ,373** | ,370** | ,584** | ,663** | 1 | ,128 | ,192* | ,120 |
| COM_REM | ,079 | ,097 | ,017 | ,217* | ,170 | ,145 | ,493** | ,399** | ,315** | ,270** | ,157 | ,128 | 1 | ,613** | ,539** |
| IND_REM | ,011 | ,159 | ,000 | ,230** | ,249** | ,168 | ,431** | ,392** | ,388** | ,302** | ,358** | ,192* | ,613** | 1 | ,521** |
| REUN_REM | -,005 | ,010 | -,126 | ,204* | ,295** | ,093 | ,326** | ,343** | ,448** | ,210* | ,206* | ,120 | ,539** | ,521** | 1 |

** Signification au seuil de 1 % ; *Signification au seuil de 5 %

2. Le lien entre les caractéristiques de la firme et le score de gouvernance

Ayant démontré la forte relation entre la qualité de gouvernance et le niveau des coûts d'agence, nous allons dans cette section tester les correspondances qui peuvent exister entre le score et les autres variables relatives aux caractéristiques des firmes. Pour ce faire, nous allons établir des correspondances entre le score de gouvernance et les caractéristiques de la firme en nous basant sur le test de comparaison des moyennes à un facteur. Une telle méthode nous permet d'effectuer, pour des variables qualitatives (variables dépendantes), une analyse de la variance univariée en nous basant sur des variables quantitatives (variables indépendantes).

Dans cette section nous comparerons les caractéristiques des firmes en fonction de leur score de gouvernance. Pour effectuer des tests de comparaison de moyenne paramétriques, il faudra tout d'abord vérifier la normalité des variables. Afin d'évaluer la qualité de l'ajustement, nous réaliserons le test de Kolomogorov-Smirnov (K-S à échantillon).

Les valeurs respectives du Z du Kolomogorov-Smirnov pour toutes les variables retenues ne sont pas significatives, donc on accepte l'hypothèse nulle selon laquelle toutes les variables suivent une loi normale. Ensuite, nous réalisons un test T de comparaison de moyennes.

Dans notre cas, la variable qualitative est le score de gouvernance appréhendé par une variable continue dont les valeurs se situent entre zéro et un. Pour les besoins de notre étude nous allons convertir cette variable quantitative en une variable qualitative. Pour ce faire, nous avons formé deux classes de firmes tout en tenant compte de la distribution des scores de gouvernance :

- Le premier groupe (noté G1) correspond aux entreprises dont le score de gouvernance est inférieur à la valeur médiane.
- Le deuxième groupe (noté G2) englobe toutes les firmes dont le score est supérieur à la valeur médiane.

Les variables quantitatives retenues sont relatives aux variables de contrôle, du fonctionnement du conseil d'administration, la structure de propriété et des caractéristiques du dirigeant. Le but de l'utilisation des variables de gouvernance dans l'analyse actuelle est de cerner le degré de contribution de ces dernières dans la détermination de la bonne gouvernance et par conséquent dans l'amélioration de la performance (étant donné que nous avons pu mettre en évidence au niveau de la dernière section l'existence d'une corrélation forte entre le score de gouvernance calculé et les variables de gouvernance retenues). Les résultats du test de comparaison des moyennes sont présentés ci-dessous.

Tableau 23 : Comparaison des moyennes des variables relatives aux caractéristiques financières des firmes

| Variables | Groupe | Moyenne | Ecart type | Signification |
|------------------|---------------|----------------|-------------------|----------------------|
| MTB | 1 | 2,4105 | 1,65882 | 0,004* |
| | 2 | 3,0168 | 1,71535 | |
| ENDETT | 1 | 0,1542 | 0,126465 | 0,009* |
| | 2 | 0,14204 | 0,11991 | |
| SIZE | 1 | 2,18651 | 1,8364 | 0,002* |
| | 2 | 2,12864 | 1,7983 | |

* : Significatif au seuil de 5 %

Les résultats du tableau 23 montrent que les variables de contrôle retenues diffèrent selon l'appartenance à l'un des deux groupes présentés ci-dessus. En effet, les firmes appartenant au groupe 2, c'est à dire les firmes les plus efficaces en matière de gouvernance se distinguent des autres firmes par leur grande opportunité de croissance. Enfin il est à remarquer qu'il existe une différence significative de taille de la firme et de la politique d'endettement (à travers le ratio de l'endettement) entre les firmes « bien gouvernées » et les firmes « moins gouvernées ».

Afin de mettre en évidence le rôle des variables relatives au fonctionnement du conseil d'administration dans le calcul du score d'efficacité de gouvernance obtenu selon la méthode DEA, nous avons mené une analyse de variance (Tableau 24).

Tableau 24 : Comparaison des moyennes des variables relatives au fonctionnement du conseil d'administration

| Variables | Groupe | Moyenne | Ecart type | Signification |
|------------------|---------------|----------------|-------------------|----------------------|
| TAILLE | 1 | 10,23 | 4,200 | 0,003* |
| | 2 | 9,11 | 3,661 | |
| INDEP | 1 | 0,4749 | 0,18513 | 0,001* |
| | 2 | 0,4920 | 0,20778 | |
| REUN | 1 | 7,30 | 2,614 | 0,509 |
| | 2 | 6,69 | 2,590 | |
| PRESENCE | 1 | 0,84294 | 0,075291 | 0,074 |
| | 2 | 0,86839 | 0,080016 | |
| COM_AUD | 1 | 3,46 | 0,977 | 0,412 |
| | 2 | 2,54 | 1,465 | |
| IND_AUD | 1 | 0,55 | 0,245 | 0,000* |
| | 2 | 0,77 | 0,399 | |
| REU_AUD | 1 | 3,36 | 1,784 | 0,002* |
| | 2 | 4,38 | 2,890 | |
| COM_NOM | 1 | 1,05 | 1,431 | 0,046* |
| | 2 | 3,79 | 1,745 | |
| IND_NOM | 1 | 0,40 | 0,312 | 0,000* |
| | 2 | 0,57 | 0,405 | |
| REU_NOM | 1 | 1,83 | 1,797 | 0,410 |
| | 2 | 2,75 | 2,011 | |
| COM_REM | 1 | 3,25 | 1,485 | 0,052 |
| | 2 | 2,25 | 1,430 | |
| IND_REM | 1 | 0,498 | 0,2856 | 0,780 |
| | 2 | 0,457 | 0,4118 | |
| REU_REM | 1 | 2,33 | 1,231 | 0,529 |
| | 2 | 1,93 | 2,055 | |

* : Significatif au seuil de 5 %

D'après le tableau 24, nous remarquons que les résultats mettent en avant la présence de différence de taille du conseil entre les entreprises des deux groupes. La taille du conseil semble donc constituer un élément déterminant le score de gouvernance. En effet, les entreprises qui disposent d'une petite taille de conseil sont plus efficaces que les entreprises avec une taille plus grande.

Il est à remarquer que les firmes du groupe 2 possèdent un nombre important d'administrateurs indépendants, dans le conseil d'administration et dans les comités d'audit et des nominations, par rapport aux firmes du groupe 1. En effet, plus le comité est indépendant plus le score de l'efficacité de la gouvernance est élevé. A ce propos, les codes de bonne gouvernance d'entreprise encouragent les entreprises à avoir des membres indépendants dans leur comité, puisqu'ils le rendent plus indépendant du management et donc plus efficace.

Les firmes du deuxième groupe se différencient des autres firmes par un nombre de réunions du comité d'audit et du comité des nominations beaucoup plus élevé. Plus spécifiquement, les entreprises du groupe 2 ont un comité d'audit qui se réunit plus que les firmes du premier groupe. Ce groupe des firmes se caractérise par la présence plus élevée d'un comité d'audit et du comité des nominations. Il est aussi à remarquer que le nombre des réunions du comité des nominations augmente avec le score de l'efficacité de la gouvernance. Ainsi, le nombre des réunions des deux comités (d'audit et des nominations) permet une amélioration de la qualité du système de gouvernance.

En résumé, les résultats de l'analyse de variance mettent en évidence que la taille du conseil, l'indépendance des comités d'audit et des nominations, le nombre des réunions du comité d'audit constituent des facteurs déterminants du score de l'efficacité de la gouvernance. Par conséquent, il s'agit des aspects les plus importants au niveau des bonnes pratiques de gouvernance.

Tableau 25 : Comparaison des moyennes des variables relatives à la structure de propriété

| Variables | Groupe | Moyenne | Ecart type | Signification |
|------------------|---------------|----------------|-------------------|----------------------|
| PROP_DIR | 1 | 0,2574 | 0,1352 | 0,024* |
| | 2 | 0,1623 | 0,3321 | |
| CONCENT | 1 | 0,7778 | 0,2551 | 0,037* |
| | 2 | 0,7111 | 0,2891 | |
| INV_INST | 1 | 0,2113 | 0,1372 | 0,542 |
| | 2 | 0,2292 | 0,1390 | |
| SALARI | 1 | 0,0170 | 0,0351 | 0,204 |
| | 2 | 0,0094 | 0,0177 | |

* : Significatif au seuil de 5 %

D'après les résultats du tableau 25, il n'existe pas une différence significative de la fraction détenue pas les investisseurs institutionnels et les salariés entre les entreprises des deux groupes. En revanche, le capital des firmes du deuxième groupe est moins concentré que celui des firmes du premier groupe. En effet, la proportion du capital détenue par les cinq premiers actionnaires est beaucoup plus importante pour les entreprises appartenant au groupe 1 (G1) par rapport aux entreprises du groupe 2 (G2). Nous pouvons donc conclure que la concentration du capital constitue une bonne pratique afin d'améliorer la qualité du système de gouvernance de la firme.

De l'autre côté, les firmes non efficientes et appartenant à la classe 1 se distinguent des autres firmes par l'importance de la proportion du capital détenue par le dirigeant. En effet, les résultats montrent que les dirigeants des firmes du groupe 1 (G1) investissent beaucoup plus dans la firme qu'ils dirigent par rapport aux dirigeants des autres firmes (G2). Un tel résultat peut être expliqué en nous basant sur deux théories :

La première explication est basée sur la théorie d'enracinement. En effet, pour s'enraciner, le dirigeant adopte plusieurs stratégies. La première stratégie est l'achat des actions afin d'augmenter sa part du capital (ce qui justifie le résultat trouvé). Une deuxième stratégie

d'enracinement est la mise en place d'une politique afin de garder le poste de dirigeant pour longtemps (une telle stratégie peut expliquer l'importance de l'ancienneté du dirigeant des firmes non efficaces par rapport aux autres firmes). Enfin une troisième stratégie consiste à accéder à la présidence du conseil d'administration, en plus du poste de dirigeant, afin d'avoir le plus de contrôle au sein de la firme.

En ayant recours à la théorie des signaux, la deuxième explication peut être formulée. L'achat d'actions par le dirigeant peut être assimilé à un signal émis par cet acteur en vue d'induire les autres actionnaires en erreur et en particulier les actionnaires majoritaires. En effet, nos résultats confirment notre argument et montrent qu'il y a une différence au niveau de la propriété majoritaire entre les firmes non efficaces et les autres firmes. Les résultats mettent ainsi en évidence que la fraction détenue par le dirigeant et la concentration du capital constituent des facteurs déterminants de la « bonne gouvernance ».

Tableau 26 : Comparaison des moyennes des variables relatives aux caractéristiques du dirigeant

| Variabes | Groupe | Moyenne | Ecart type | Signification |
|-----------------|---------------|----------------|-------------------|----------------------|
| REMUN | 1 | 14,2185 | 13,7482 | 0,000* |
| | 2 | 13,9768 | 13,7962 | |
| ANCIENN | 1 | 3,0189 | 2,5041 | 0,034* |
| | 2 | 3,1458 | 1,1442 | |
| AGE | 1 | 60,13 | 8,269 | 0,356 |
| | 2 | 58,17 | 8,080 | |
| NIVEAU | 1 | 2,05 | 1,857 | 0,068 |
| | 2 | 3,73 | 1,376 | |

* : Significatif au seuil de 5 %

D'après le tableau 26, nous remarquons qu'il n'y a pas de différence significative au niveau de l'âge du dirigeant entre les deux groupes. Les firmes ayant une « bonne gouvernance » (c'est à dire celles appartenant au groupe 2), se distinguent de celles dont la qualité de la gouvernance n'est pas bonne (c'est à dire les firmes du groupe 1) par une rémunération du dirigeant moins élevée.

Enfin l'ancienneté du dirigeant au sein de l'entreprise permet de discriminer les différents groupes. En comparant l'ancienneté du dirigeant des deux groupes, nous remarquons que plus l'efficacité de la gouvernance s'améliore plus le dirigeant possède une ancienneté importante. En conclusion, nous pouvons dire qu'il existe des correspondances entre les caractéristiques de la firme et le score de gouvernance et donc nous pouvons confirmer notre hypothèse H4a.

3. Le lien entre le score de gouvernance et les coûts d'agence

Afin de tester le lien existant entre le score de gouvernance calculé selon la méthode DEA et les caractéristiques de la firme, nous avons retenu, dans cette section, comme caractéristiques de la firme son niveau de coûts d'agence. Nous allons donc étudier dans ce qui suit la relation entre la qualité de la gouvernance et le niveau des coûts d'agence : nous allons tester si les firmes dont le niveau de gouvernance est considérable (à travers un score de gouvernance élevé) minimisent les coûts d'agence.

Au niveau de la littérature, deux variables ont été utilisées pour mesurer les coûts d'agence. La première mesure est la rotation des actifs (ROA) mesurée par le rapport des ventes sur l'actif total (Ang et al, 2003 ; Singh et Davidson, 2003 ; Ertugrul et Hegde, 2005 ; Florackis et Ozkan, 2005). Ce ratio mesure la capacité du dirigeant à utiliser efficacement les actifs. En effet, et tout en contrôlant l'effet sectoriel, un ratio de rotation des actifs faible engendre des coûts d'agence importants. Comme présenté dans la partie 1, ces derniers apparaissent car le dirigeant met en place des décisions d'investissement qui ne sont pas bonnes, ne fournit pas suffisamment d'efforts ce qui conduit à des revenus relativement faibles par rapport à l'actif, extraie des rentes et donc la firme procède à des acquisitions d'actifs improductifs.

La deuxième mesure est le ratio des dépenses mesurées par le rapport des dépenses²¹ sur les ventes annuelles (Ang et al, 2003 ; Singh et Davidson, 2003 ; Florackis et Ozkan, 2005). Ce

²¹ Selon Ang, Cole et Lin (2003) les dépenses sont définies comme le total des dépenses déduction faite des éléments suivants : le coût des marchandises vendues, les charges financières et la rémunération du dirigeant.

ratio mesure la capacité du dirigeant pour contrôler les coûts et en particulier les coûts d'agence (Ang et al, 2003).

Il est toutefois à noter que ces deux mesures présentent des risques d'erreur qui peuvent être expliqués par le choix des méthodes comptables et par la flexibilité au niveau de la constatation des charges dans les petites entreprises (Ang et al, 2003). En effet, ces méthodes sont choisies tout en respectant le timing des revenus et des coûts. Par exemple le dirigeant peut augmenter (ou diminuer) les dépenses ou incluant sa rémunération quand le bénéfice est élevé (faible).

Pour mener notre étude, nous allons effectuer une régression linéaire qui lie la rotation des actifs (ROA) (c'est la mesure des coûts d'agence retenue dans notre étude) au score de gouvernance et à des variables de contrôle relatives à la taille de l'entreprise, le ratio d'endettement, le secteur et les opportunités de croissance. Le modèle utilisé dans notre recherche se présente comme suit :

$$ROA = \alpha + \beta_1 SCORE + \beta_2 SIZE + \beta_3 MTB + \beta_4 SECTEUR + \varepsilon$$

L'estimation de ce modèle a été effectuée après avoir appliqué le test d'Hausman. En effet, ce dernier est un test qui nous permet d'identifier la nature des effets individuels. Il compare une distance pondérée par une matrice de variance-covariance entre les deux estimateurs (Within et LSDV) pour pouvoir déterminer si la spécification est correctement ou non. La quantité d'Hausman à calculer est :

$$H = (\hat{a}_1 - \hat{a}_2) [\text{var}(\hat{a}_1, \hat{a}_2)]^{-1} (\hat{a}_1 - \hat{a}_2) \quad H = (\hat{a}_1 - \hat{a}_2) \text{ suit une loi } \chi^2 \text{ à } K \text{ degrés de liberté avec :}$$

- k : le nombre de variables indépendantes dans notre modèle ;
- \hat{a}_1 : le vecteur de paramètres estimé selon la méthode *Within* ;
- \hat{a}_2 : le vecteur de paramètres estimé selon la méthode *LSDV*.

H=24 donc nous rejetons l'hypothèse nulle et nous acceptons l'hypothèse à spécification fixe.

Tableau 27 : Estimation de la régression qui lie l'efficacité de la gouvernance et les coûts d'agence

| Variables | Coefficients |
|------------------------------------------------------------|---------------------|
| Constante | -2,011 |
| SCORE | 7,2* |
| SIZE | 0,128 |
| MTB | 0,756* |
| SECTEUR | -0,403* |
| R²= 0.381 et R² ajusté =0.138 | |
| Signification au seuil de 5 % | |

Les résultats du tableau 27 montrent que le score de gouvernance est positivement lié à la rotation des actifs. En effet, une amélioration de la qualité de gouvernance (à travers l'augmentation du score de gouvernance) a pour conséquence une augmentation de la rotation des actifs. Or comme nous l'avons démontré ci-dessus une firme qui a un ratio de rotation des actifs important supporte des coûts d'agence faibles. Ainsi l'amélioration de la qualité de gouvernance peut conduire à une diminution des coûts d'agence. Donc nous pouvons conclure que le score calculé dans notre étude reflète la qualité de la gouvernance étant donné qu'une entreprise ayant un score de gouvernance élevé est caractérisée par des coûts d'agence faibles ou en d'autres termes une efficacité de la gouvernance. Par conséquent, notre hypothèse H4b est confirmée.

A ce niveau et en se comparant aux études antérieures, nous pouvons dire que nos résultats sont « en partie » en accord avec ceux de Ertugrul et Hegde (2005). Plus précisément pour montrer qu'une bonne qualité de gouvernance implique des coûts d'agence faible, Ertugrul et Hegde (2005) se sont basés sur deux indices différents dont les résultats sont contradictoires.

En utilisant l'indice calculé par *Corporate Library* (c'est un indice binaire prenant en considération les bonnes pratiques de gouvernance), les auteurs montrent que la qualité de gouvernance est négativement (mais non significativement) liée à la rotation des actifs ce qui amène Ertugrul et Hegde (2005) à conclure qu'une augmentation de l'indice de *Corporate*

Library conduit à une amplification des problèmes d'agence. Ainsi un indice de gouvernance élevé de *Corporate Library* ne reflète pas réellement la bonne qualité de gouvernance étant donné que les coûts d'agence sont considérables. Pour remédier à ce problème, Ertugrul et Hegde (2005) ont développé leur propre indice de gouvernance (cet indice est basé sur une revue de la littérature théorique sur les déterminants de la bonne gouvernance).

En utilisant, leur propre indice, Ertugrul et Hegde (2005) montrent qu'une amélioration de la qualité de gouvernance (reflétée à travers une augmentation de l'indice) conduit à une diminution des coûts d'agence. Les auteurs ont pu conclure que leur indice, contrairement à celui développé par *Corporate Library*, reflète la bonne qualité de gouvernance.

4. L'importance du secteur d'activité dans la détermination du score de gouvernance

Dans cette partie, nous allons essayer de vérifier l'importance du secteur d'activité dans la détermination du score de gouvernance. En effet, nous allons dans ce qui suit tester si les caractéristiques sectorielles ont un effet sur la qualité de gouvernance.

Il est à remarquer dans ce cadre que peu d'études ont essayé de vérifier une telle relation. D'ailleurs une revue de la littérature révèle que quelques études (Core et Larcker, 2002, Gillan, Hartzell et Starks, 2003) ont montré que le secteur d'activité contribue dans l'étude de la qualité de la gouvernance. Ainsi nous essayerons dans cette section de contribuer à ces études.

Nous présenterons la moyenne des variables de gouvernance et du score de gouvernance selon l'appartenance sectorielle. Ensuite nous allons tester si ces moyennes sont significativement différentes. Enfin nous allons essayer d'expliquer les différences qui existent par des facteurs communs relatifs au secteur d'activité.

Ainsi comme nous l'avons précisé dans le chapitre 1 de cette partie, nous allons regrouper les firmes en 9 secteurs qui seront désignés par :

- Ressources (1)
- Industries de base (2)
- Industries généralistes (3)
- Biens de consommation cycliques (4)
- Biens de consommation non cycliques (5)
- Services cycliques (6)
- Services non cycliques (7)
- Services aux collectivités (8)
- Technologies de l'information (9)

Pour tester si la gouvernance est affectée par les facteurs industriels, nous allons calculer la moyenne des variables de gouvernance pour les firmes appartenant à un même secteur d'activité. Le tableau 28 résume les variables de gouvernance par branche d'activité.

Tableau 28 : Statistiques descriptives de la gouvernance par secteur d'activité

| Variables | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 9 |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| TAILLE | 10,33 | 12,00 | 10,13 | 9,86 | 9,86 | 9,69 | 14,00 | 15,00 | 7,41 |
| CUMUL | 1,00 | ,67 | ,57 | ,57 | ,57 | ,47 | 1,00 | ,50 | ,44 |
| INDEP | ,6417 | ,54978 | ,4329 | ,4797 | ,4797 | ,4668 | ,357 | ,40 | ,482 |
| REUNI | 8,3058 | 6,33 | 6,8081 | 6,13 | 6,13 | 6,69 | 6,958 | 9,00 | 7,18 |
| PRESENCE | ,8778 | ,8709 | ,87049 | ,8795 | ,87956 | ,836 | ,856 | ,8550 | ,8406 |
| COM_AUD | 3,3095 | 3,33 | 3,1938 | 3,10 | 3,10 | 2,99 | 2,928 | 4,00 | 2,46 |

Chapitre 7

| | | | | | | | | | |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| IND_AUD | ,87892 | ,7956 | ,69516 | ,60 | ,60 | ,6349 | ,6367 | ,6250 | ,59 |
| REUN_AUD | 5,2624 | 4,67 | 3,8958 | 4,28 | 4,28 | 3,42 | 3,78 | 7,50 | 3,79 |
| COM_NOM | 2,7708 | 3,67 | 2,5647 | 1,85 | 1,85 | 2,24 | 2,312 | 3,00 | 1,90 |
| IND_NOM | ,82363 | ,7403 | ,52142 | ,34 | ,34 | ,4263 | ,4709 | ,660 | ,46 |
| REUN_NOM | 3,724 | 2,72 | 2,3835 | 1,50 | 1,50 | 2,08 | 2,173 | 4,50 | 1,76 |
| COM_REM | 2,5500 | 3,18 | 2,6107 | 2,60 | 2,60 | 2,6517 | 2,550 | 2,7750 | 2,2519 |
| IND_REM | ,4706 | ,5169 | ,5051 | ,4977 | ,4977 | ,4605 | ,470 | ,4003 | ,459 |
| REUN_REM | 2,051 | 2,02 | 2,2188 | 2,46520 | 2,4652 | 1,87 | 2,05128 | 2,52 | 2,065 |
| PROP_DIR | 0,23 | 0,34 | 0,26 | 0,31 | 0,41 | 0,30 | 0,27 | 0,32 | 0,19 |
| CONCENT | ,95 | ,899567 | ,80 | ,761314 | ,761314 | ,725013 | 1,00 | ,928 | ,568 |
| INV_INST | ,2198 | ,1894 | ,2045 | ,244 | ,244 | ,2208 | ,2700 | ,2148 | ,192 |
| SALARI | ,02 | ,01 | ,01 | ,010586 | ,010586 | ,01 | ,034800 | ,02 | ,0101 |
| PUBLIC | ,56463 | ,05 | ,40320 | ,483871 | ,483871 | ,39 | ,4081 | ,37 | ,486 |
| AGE | 59,196 | 53,33 | 59,441 | 59,34 | 59,34 | 59,277 | 66,00 | 55,50 | 57,36 |
| ANCIENN | 21,830 | 19,33 | 24,3438 | 21,67 | 21,67 | 22,3807 | 5,00 | 8,50 | 20,17 |
| NIVEAU | 3,967 | 3,97 | 3,77 | 4,43 | 4,43 | 3,6319 | 6,00 | 4,00 | 4,04 |
| REMU | 134386 | 147949 | 150910 | 142769 | 142769 | 128691 | 136812 | 86098 | 122069 |
| SCORE | ,33 | ,41 | ,56 | ,49 | ,68 | ,61 | ,081 | ,60 | ,681 |

En examinant les statistiques ci-dessous, nous constatons qu'il y a des différences entre les secteurs considérés. Par exemple, dans le secteur de l'industrie générale la rémunération du dirigeant est beaucoup plus importante que la rémunération d'un dirigeant au sein du secteur de technologie d'information.

En analysant la moyenne des scores calculés par secteur d'activité, nous remarquons que les neuf secteurs ont en moyenne des scores de gouvernance compris entre 0,3 et 0,7 à l'exception du secteur services non cycliques composé d'une seule entreprise. Ainsi pour approfondir notre étude, nous allons comparer la moyenne des scores de gouvernance par secteurs pris deux à deux en nous basant sur le test de comparaison des moyennes. Nous avons retenu seulement quatre secteurs d'activité puisque pour les autres nous n'avons pas assez d'entreprises représentatives du secteur.

Tableau 29 : Comparaison des scores de gouvernance selon le secteur d'activité

| (i-j) | 2 | 3 | 5 | 9 |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 2 | 0 | 0,045* | 0,658 | 0,221 |
| 3 | 0,045* | 0 | 0,043* | 0,041* |
| 5 | 0,658 | 0,043* | 0 | 0,245 |
| 9 | 0,221 | 0,041* | 0,245 | 0 |

En nous basant sur le tableau 29, nous remarquons que l'appartenance sectorielle (comme étant une caractéristique de l'entreprise) explique en une partie la différence de la qualité du système de gouvernance. En effet, nos résultats montrent qu'il existe des différences significatives en termes de gouvernance entre les secteurs d'activité et en particulier le secteur des biens de consommation cycliques qui présente des différences par rapport à tous les autres secteurs d'activité. Ainsi nous pouvons conclure que le score de gouvernance d'entreprise diffère selon la branche d'activité.

Puisque la gouvernance diffère d'un secteur à un autre, nous allons étudier si ces différences sont issues par des facteurs communs qui diffèrent selon le secteur d'activité. Pour ce faire, nous supposons que les facteurs industriels prédominant et qui sont supposés influencer la structure de gouvernance sont relatifs à l'investissement, la concurrence, le contrôle et les informations fournies pour l'environnement (Gillan et al, 2003).

Nous utilisons comme *Proxy* des opportunités d'investissement le rapport des dépenses en capital sur l'actif total (INVEST).

La concurrence est représentée dans notre étude par deux variables. La première variable, reflète l'unicité du produit, et est représentée par le rapport des dépenses de ventes/ le total des ventes (UNIPROD). *Ce Proxy* a été choisi en ayant recours à l'étude de Titman et Wessels (1988) qui montrent que les dépenses publicitaires sont plus importantes pour firmes qui vendent un seul produit. La deuxième variable est l'indice de *Herfindahl* relatif à la part de marché des firmes appartenant à un même secteur (HERF). Pour le contrôle, nous nous sommes basés sur l'endettement (ENDETT) étant donné qu'un endettement important peut faire diminuer le recours à d'autres mécanismes de gouvernance (Gillan, Hartzell et Starks, 2003). Par conséquent nous avons utilisé la moyenne de l'endettement de toutes les firmes appartenant à un même secteur. Il est à signaler à ce niveau que nous avons retenu comme mesure de l'endettement le rapport des dettes à long terme sur l'actif total. Néanmoins nous n'avons pas pris en considération la réglementation et ceci bien qu'elle puisse se substituer à certains mécanismes de gouvernance. L'élimination de la variable réglementation peut se justifier par la nature de notre échantillon. En effet, comme il a été mentionné dans l'introduction générale de ce travail, nous avons éliminé toutes les entreprises appartenant aux secteurs financiers et réglementés de service public.

Enfin nous avons retenu la volatilité des rendements (VOLAT) comme une variable reflétant la disponibilité des informations pour l'environnement (Gillan et al, 2003). Cette variable est mesurée par la moyenne de l'écart type des rendements mensuels des firmes appartenant à un secteur bien déterminé. Nous avons choisi cette mesure pour capturer l'incertitude des investisseurs sur le marché financier et leur difficulté à comprendre et évaluer les actions des dirigeants. Finalement, et dans le but de contrôler l'effet temps et de déterminer s'il y a des différences significatives à travers les années, nous avons considéré sept variables binaires

pour les années 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 et 2008. Ainsi l'équation que nous allons estimer se présente comme suit :

$$SCORE = cte + a_1 INVEST + a_2 HERFIN + a_3 VOLAT + a_5 UNIPROD + a_6 ANNEE + \varepsilon$$

Tableau 30 : La régression qui lie les scores de gouvernance moyens par secteur et les caractéristiques sectorielles

| Variables | Coefficients |
|--------------------------------------------------|---------------------|
| Constante | 0.723 |
| INVES | 0.635* |
| HERF | -1.34* |
| VOLAT | 2.57 |
| ENDETT | 1.45* |
| UNIPROD | -2.21* |
| ANNEE 2002 | 0.0244 |
| ANNEE 2003 | 0.0725 |
| ANNEE 2004 | 0.0613 |
| ANNEE 2005 | 0.032* |
| ANNEE 2006 | 0.132* |
| ANNEE 2007 | 0.152* |
| ANNEE 2008 | 0,139* |
| R²= 0,42 et F de Fisher=21,346 | |

*Signification au seuil de 5 %

Le tableau 30 montre que le score de gouvernance est lié aux opportunités d'investissement du secteur, à l'unicité du produit, à la concurrence et au contrôle. Toutefois nos résultats révèlent que la différence de gouvernance n'est pas induite pas les informations fournies pour l'environnement puisque la volatilité des rendements par secteur n'est pas significative. Enfin nos résultats montrent que l'indice de gouvernance diffère significativement d'une année à une autre (ce qui confirme le résultat des statistiques descriptives présentées dans le tableau).

Il est à remarquer que nos résultats sont en accord avec ceux de Gillan et al (2003). En effet, et bien que ces auteurs aient introduit dans leur recherche certains secteurs réglementés, les résultats montrent que les variables significatives sont celles identifiées par la présente étude. Plus précisément, à l'exception des variables binaires relatives aux différentes années de l'étude, Gillan et al (2003) ont montré que les opportunités d'investissement, l'unicité du

produit, le degré de la concurrence et le contrôle sont significatifs. Par ailleurs ces auteurs montrent que la réglementation et la volatilité des secteurs sont des facteurs communs similaires et qui ne peuvent pas expliquer la différence au niveau de la gouvernance.

Enfin et bien que Gillan et al (2003) aient montré que la gouvernance ne diffère pas à travers les années, nous pouvons expliquer ce résultat par la période de l'étude considérée par ces auteurs. Plus spécifiquement Gillan et al (2003) ont considéré quatre années d'étude allant de 1997 à 2000. En effet, durant notre période et comme nous l'avons démontré dans la section 2 la gouvernance ne change pas ; nous avons constaté que pour l'année 2005 le score de gouvernance est très élevé par rapport aux autres années. En effet, ce résultat peut être expliqué par les exigences de certaines bourses, par le code des bonnes pratiques mis en place en 2004 et par la conscience des entreprises du rôle joué par la gouvernance suite aux scandales de très grandes entreprises qui ont été expliqués en grande partie par la faiblesse de leur système de gouvernance.

5. Conclusion du chapitre

Selon Sherman (2004) : « Les entreprises qui donnent de l'importance à la gouvernance et la transparence réalisent une performance économique et des rendements élevés et peuvent par conséquent minimiser leur coût de capital » (p 6). De manière similaire, Brown et Caylor (2004) montrent que les firmes ayant une bonne gouvernance réalisent une performance comptable et boursière plus élevée et paient plus de dividende que les firmes dont la gouvernance n'est pas suffisamment fiable. Core et al (2004) ont mis en évidence qu'une faible protection des droits des actionnaires a pour conséquence un niveau bas de performance.

Ainsi en nous appuyant sur ces arguments, nous avons calculé un score de gouvernance en nous basant sur la méthode d'enveloppement des données qui permet de tenir compte de la nature de la relation (linéaire ou non, endogène ou exogène) entre les *inputs* (le système de

contrôle) et les *outputs* (la performance). La démarche adoptée dans notre étude trouve ses origines dans la littérature. En effet, les études antérieures se sont basées sur les recommandations fournies par les codes de bonnes conduites et par certaines organisations afin de déterminer une « bonne gouvernance ». L'objectif primordial de la mise en place de ces codes des bonnes conduites est l'amélioration de la qualité de la gestion et du contrôle qui entraînent une amélioration du niveau de performance des firmes (Bradley, 2004 ; Rodriguez et al 2004). Par conséquent et étant donné que le but final est l'amélioration de la performance de l'entreprise, nous avons adopté une démarche inverse. Plus spécifiquement nous nous sommes basés sur la performance afin d'atteindre le même objectif que les études antérieures : identifier une « bonne » gouvernance et essayer de chercher l'existence de correspondance avec les caractéristiques de la firme. Ce travail permet de mettre en évidence les dimensions les plus importantes à prendre en compte, en matière de gouvernance, pour minimiser le risque et créer de la valeur.

Pour ce faire, nous avons synthétisé les pratiques de gouvernance à travers un score calculé selon la méthode d'enveloppement des données (DEA). Les résultats de l'étude montrent que les firmes françaises sélectionnées dans notre étude possèdent un score d'efficience en gouvernance de 68 %. En effet, la majorité des entreprises françaises interrogées sont moyennement efficaces.

Ensuite nous avons pu établir des correspondances entre le score de gouvernance et certaines caractéristiques de l'entreprise à savoir : la taille, le secteur d'activité, la structure de propriété, le niveau des coûts d'agence, le fonctionnement du conseil d'administration et les caractéristiques du dirigeant. A partir de ces résultats, nous pouvons nous demander est-ce que la gouvernance a un impact sur la performance de la firme? Nous essayerons de répondre à cette question dans le chapitre suivant.

Chapitre 8

Gouvernance et performance : Validations empiriques et effet de causalité

Après avoir calculé le score de gouvernance et trouver des correspondances entre les différentes variables retenues, nous allons à présent essayer d'étudier l'impact de la gouvernance sur la performance de la firme et l'effet d'endogénéité.

1. Comparaison des pratiques de gouvernance en fonction de la performance

En premier temps, nous allons subdiviser les entreprises en deux groupes selon le niveau de performance enregistré (en ayant recours au Q de Tobin) où le premier groupe (groupe 1) comprend les firmes les moins performantes et le deuxième groupe (groupe 2) représente les firmes les plus performantes. Ensuite nous allons effectuer un test de comparaison des moyennes (le test de *Kruskal-Wallis* et le test de *Khi Deux*)²² entre les deux groupes.

1.1. Le fonctionnement du conseil d'administration

Le but de cette partie est de vérifier s'il existe des différences significatives entre les entreprises performantes et les entreprises non performantes au niveau du fonctionnement de leur conseil d'administration. Pour étudier les différences des variables de gouvernance entre

²² C'est un test non paramétrique permettant de vérifier si k échantillons indépendants définis par un critère de regroupement (dans notre cas c'est la performance) sont issus de la même population. Ce test est approprié pour les variables continues et les variables qualitatives. Pour les variables quantitatives nous avons eu recours au test de *Kruskal-Wallis*. Pour les variables qualitatives, nous nous sommes basées sur le test de *Khi Deux*.

les deux groupes, pour les variables quantitatives, nous allons effectuer des tests de comparaison des moyennes grâce à « l'Independent -Samples T Test ».

Tableau 31 : Comparaison des pratiques de gouvernance relatives au fonctionnement du conseil d'administration

| Variables | Groupe | Moyenne | Ecart type |
|------------------|---------------|----------------|-------------------|
| TAILLE | 1 | 10,341* | 3,958 |
| | 2 | 8,901* | 3,975 |
| INDEP | 1 | 0,445 | 0,183 |
| | 2 | 0,432 | 0,215 |
| REUN | 1 | 6,271 | 2,471 |
| | 2 | 6,341 | 2,595 |
| PRESENCE | 1 | 0,846 | 0,087 |
| | 2 | 0,866 | 0,083 |
| COM_AUD | 1 | 3,112 | 1,550 |
| | 2 | 2,632 | 1,392 |
| IND_AUD | 1 | 0,608 | 0,337 |
| | 2 | 0,580 | 0,375 |
| REU_AUD | 1 | 3,412 | 2,102 |
| | 2 | 3,521 | 2,595 |
| COM_NOM | 1 | 2,532 | 1,700 |
| | 2 | 2,281 | 1,627 |
| IND_NOM | 1 | 0,437 | 0,327 |
| | 2 | 0,483 | 0,390 |
| REU_NOM | 1 | 2,301 | 1,930 |
| | 2 | 2,052 | 1,900 |
| COM_REM | 1 | 2,861 | 1,235 |
| | 2 | 2,641 | 1,064 |
| IND_REM | 1 | 0,587 | 0,311 |
| | 2 | 0,574 | 0,348 |
| REU_REM | 1 | 2,101 | 1,403 |
| | 2 | 2,242 | 1,790 |

* Signification au seuil de 5 %

D'après le tableau 31, il apparaît que les entreprises performantes et les entreprises non performantes présentent pratiquement les mêmes caractéristiques de gouvernance à l'exception de la taille du conseil.

Tous ces résultats indiquent que les groupes des entreprises performantes et des entreprises non performantes sont caractérisés par les mêmes systèmes de gouvernance et ce, sur toute la période d'étude 2002- 2008. Ce résultat peut être expliqué, en partie, par la convergence des systèmes de gouvernance imposés les recommandations des codes de bonne conduite (OCDE, 2004 ; AMF, 2004).

L'adoption de ces codes implique que toutes les entreprises, aussi bien performantes que non performantes, doivent suivre les mêmes pratiques de gouvernance en matière de fonctionnement du conseil d'administration. Toutefois, l'adoption des recommandations des différentes lois peut être une formalité sur le papier qui vise uniquement à se conformer aux codes de bonne conduite, alors que les pratiques de gouvernance au quotidien peuvent être très différentes en réalité de ce qui est décrit dans les rapports annuels des entreprises.

Selon Edwards et Clough (2005), les systèmes et les structures peuvent fournir un environnement contribuant aux meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise, mais à la fin du jour ce sont les actes ou les omissions de ceux qui sont chargés des responsabilités qui détermineront si les objectifs de gouvernance sont réellement réalisés.

Ce résultat rejoint les constats de Klein et al (2004) qui supposent qu'il n'y a aucune certitude que dans les marchés développés, la performance des firmes est due aux bonnes pratiques de gouvernance. De plus, dans son article, Black (2001) conclut que les différences de gouvernance entre les entreprises n'a pas d'effet économiquement significatif sur la valeur marchande des entreprises américaines. Cela suggère que la qualité minimale de gouvernance requise (notamment en ce qui concerne les caractéristiques de conseil d'administration) établie par la loi sur les valeurs mobilières, la réglementation de la bourse, et les différentes

normes qui régissent les entreprises cotées est tellement acceptée qu'il y a peu de différences dans les pratiques de gouvernance entre les entreprises cotées.

Les résultats montrent qu'il existe une différence significative entre les entreprises performantes et les entreprises non performantes au niveau de la taille du conseil. Ce résultat rejoint le travail de Yermack (1996) et Eisenberg et al (1998) qui ont montré une relation négative et significative entre la performance des firmes et la taille des conseils. Cependant, Mak et Kusnadi (2002) expliquent ce résultat par les coûts de rémunération supplémentaires des administrateurs. Aussi, ce résultat confirme les résultats des études antérieures (Eisenberg et Wells, 1989 ; Core et al, 1999 ; Mak et Yuanto, 2002 ; Carline et al, 2002) ; Andres et al, 2005; Ghosh, 2006; Wang et al, 2007). Garg (2007) et Haleblan et Finkrlstein (1993) ont également supporté l'argument d'avoir un conseil d'administration de petite taille. Par contre, Godard (2001) montre qu'il n'y a aucune différence de performance entre les entreprises françaises ayant un conseil restreint et celles ayant un conseil élargi. Dans le même sens, Beiner et al (2004) montrent qu'il n'y a aucune relation significative entre la taille du conseil d'administration et la valeur des entreprises suisses (mesurée par Q de Tobin). Leurs résultats s'expliquent par le choix optimal des entreprises suisses du nombre d'administrateurs de leur conseil. Beiner et al (2004) considèrent également que la taille du conseil d'administration en elle-même constitue un mécanisme indépendant de contrôle.

1.2. La structure de propriété

Nous allons tester s'il existe des différences significatives entre les entreprises performantes et les entreprises non performantes au niveau de leur structure de propriété. Comme les variables de propriété sont des variables quantitatives, nous allons effectuer des tests de comparaison des moyennes grâce à « l'Independent -Samples T Test ».

Tableau 32 : Comparaison de la structure de propriété entre les entreprises performantes et les entreprises non performantes

| Variables | Groupe | Moyenne | Ecart type |
|------------------|---------------|----------------|-------------------|
| PROP_DIR | 1 | 0,1262* | 0,3183 |
| | 2 | 0,5843* | 0,3625 |
| CONCENT | 1 | 0,8233* | 0,2503 |
| | 2 | 0,7708* | 0,2634 |
| INV_INST | 1 | 0,2154 | 0,1502 |
| | 2 | 0,2160 | 0,1467 |
| SALARIE | 1 | 0,0232 | 0,0373 |
| | 2 | 0,0120 | 0,0282 |

* Signification au seuil de 5 %

Cependant, les résultats du tableau 32 montrent qu'il existe des différences significatives au seuil de 5 % entre les deux groupes en ce qui concerne la concentration de la propriété et la part détenue par le dirigeant. En effet, la moyenne de la concentration du capital est de 82 % pour les entreprises non performantes et de 77 % pour les entreprises performantes. Ce résultat suppose que la concentration nuit à la performance ce qui rejoint les travaux de Faccio et Lang (2000) qui observent que l'expropriation des actionnaires minoritaires par les actionnaires majoritaires est susceptible de se produire dans les sociétés caractérisées par une forte concentration de la propriété. En effet, les actionnaires majoritaires peuvent appuyer les décisions du dirigeant pour mieux servir leurs intérêts.

De plus, il existe une différence significative de la propriété du dirigeant entre les deux groupes. D'après nos résultats, les entreprises performantes ont en moyenne une participation du dirigeant égale à 12,6 % alors que les entreprises non performantes affichent en moyenne une participation du dirigeant égale à 5,8 %.

1.3. Les caractéristiques du dirigeant

Nous allons vérifier, à travers un test de comparaison des moyennes, s'il existe une différence de moyenne entre les firmes performantes et celles non performantes au niveau de leur

structure de propriété.

Tableau 33 : Comparaison des caractéristiques du dirigeant entre les entreprises performantes et les entreprises non performantes

| VARIABLES | GROUPE | MOYENNE | ECART TYPE |
|------------------|---------------|----------------|-------------------|
| AGE | 1 | 60,50 | 8,435 |
| | 2 | 58,09 | 7,899 |
| ANCIEN | 1 | 22,04 | 12,088 |
| | 2 | 17,45 | 12,314 |
| FORMATION | 1 | 1,76* | 1,173 |
| | 2 | 2,28* | 1,088 |
| REMUN | 1 | 1382374,04 | 919961,490 |
| | 2 | 1310172,81 | 1010317,318 |

* Signification au seuil de 5 %

D'après le tableau 33, il existe une différence significative entre les entreprises performantes et celles non performantes quant au niveau de la formation de leur dirigeant. Ce dernier nous semble à l'origine d'une bonne performance de la firme.

D'après les résultats du test de comparaison des moyennes, il apparaît qu'il n'existe pas de différences significatives entre les deux groupes au niveau de la rémunération. Ce résultat rejoint les critiques concernant les pratiques de rémunération excessives adressées aux dirigeants français car ces dernières ont échoué. En effet, il ne semble pas y avoir de lien positif entre une importante rémunération et la performance (Shield et al, 2003, et Bebchuk et Fried, 2004).

Pour les autres variables relatives aux caractéristiques du dirigeant, à savoir l'âge et l'ancienneté, il n'existe pas de différences significatives entre les deux groupes d'entreprises.

1.4. Les vrais déterminants de la performance

Après avoir effectué des régressions pour élucider la nature de la relation entre la gouvernance et la performance, qui ont abouti à un impact peu significatif de la gouvernance,

nous avons effectué des tests de comparaison de la moyenne (Independent Samples T Test) pour les entreprises performantes (G2) et les entreprises non performantes (G1) afin de dégager les déterminants fondamentaux de la performance.

Tableau 34 : Comparaison entre les entreprises performantes et les entreprises non performantes au niveau des caractéristiques de la firme

| Variables | Groupe | Moyenne | Ecart Type |
|------------------|---------------|----------------|-------------------|
| ENDETT | 1 | 0,1724* | 0,1193 |
| | 2 | 0,1288* | 0,1174 |
| MTB | 1 | 1,6724* | 1,2933 |
| | 2 | 3,3046* | 1,8631 |
| SIZE | 1 | 21,9743* | 1,7499 |
| | 2 | 20,9628* | 1,7595 |

* Signification au seuil de 5 %

D'après le tableau de comparaison des moyennes, il apparaît qu'il existe des différences significatives entre les entreprises non performantes (groupe 1) et les entreprises performantes (poupe 2) quant aux opportunités de croissance, la taille de la firme et l'endettement. Ces facteurs nous semblent à l'origine de la bonne ou de la mauvaise performance.

Le ratio Market to Book qui reflète les opportunités de croissance de l'entreprise a un impact significatif et positif sur la performance de l'entreprise. Core et al (1999), Gillan et al (2003) et Core et al (2005) suggèrent que les opportunités de croissance sont des déterminants importants de la performance de la firme.

Doidge et al (2005) vont plus loin et supposent qu'une entreprise peut avoir de bonnes opportunités de croissance sans pour autant avoir de bonnes pratiques de gouvernance car les outils nécessaires sont coûteux ou encore non disponibles dans certains pays. Par conséquent, des entreprises avec de bonnes opportunités de croissantes peuvent avoir une faible gouvernance parce qu'elles se trouvent dans un pays où le développement financier et la protection des investisseurs sont faibles.

La taille et le ratio d'endettement semblent avoir une différence négative et significative entre la performance des deux groupes de firmes. En effet, les entreprises de petite taille sont plus performantes que les firmes de grande taille. Ce résultat rejoint l'étude de Beiner et al (2006) qui montrent que les entreprises de grande taille sont susceptibles d'avoir des problèmes d'agence importants, à cause de la difficulté de les contrôler ou à cause du problème de free cash flows.

L'endettement est lié négativement à la performance de la firme. Ce résultat rejoint les travaux de Myers (1977) qui stipule que l'endettement conduit à des coûts d'agence élevés à cause de la divergence des intérêts des actionnaires et des créanciers.

En conclusion, plusieurs auteurs n'ont pas abouti à une relation significative entre la gouvernance et la performance dans les pays développés. Larcker et al (2004) ne trouvent pas beaucoup de lien entre la gouvernance et la valeur des firmes aux Etats Unis. De même, Bauer et al (2003), sur la base d'un échantillon de 300 entreprises du FTSE, n'aboutissent pas à une relation significative entre la gouvernance et la performance qu'elle soit boursière ou comptable. Des études menées également en Australie n'ont pas réussi à trouver de rapport qui lie la gouvernance d'entreprise à la performance (Linden et Matolesy, 2004). Kiel et Nicholson (2004) déclarent même que les tentatives d'identifier des liens directs entre la performance de l'entreprise et les pratiques de gouvernance sont « naïves » et qu'il n'existe pas de recommandations adéquates à toutes les firmes.

2. L'impact de la gouvernance sur la performance

Pour étudier l'impact des variables relatives aux pratiques de gouvernance sur le Q de Tobin, nous avons eu recours à la méthode des MCO. Nous avons utilisé comme variables de contrôle la taille de l'entreprise, les opportunités de croissance (ratio Market to book) et l'endettement. Nous avons utilisé la méthode d'Hausman pour décider quelle méthode (effets fixes ou effets aléatoires) est plus appropriée à notre échantillon. Le test révèle que c'est la

méthode des effets fixes qui est adaptée à cette régression.

2.1. Le fonctionnement du conseil d'administration

Nous allons tenter dans cette section de tester l'impact des pratiques de gouvernance relatives au fonctionnement du conseil d'administration sur la performance de la firme.

Tableau 35 : Résultats de la régression par les MCO relative au fonctionnement du conseil d'administration

| Variables | Coefficients | T |
|-------------------------|---------------------|----------|
| Constante | ,568 | ,815 |
| TAILLE | -,004 | -,283 |
| CUMUL | ,060 | ,669 |
| INDEP | ,653* | 2,057 |
| REUNI | ,011 | ,558 |
| PRESENCE | 1,103 | 2,130 |
| COM_AUD | ,031 | ,745 |
| IND_AUD | -,028 | -,160 |
| REU_AUD | ,017 | ,801 |
| COM_NOM | -,061 | -2,098 |
| IND_NOM | -,122 | -,576 |
| REU_NOM | -,012 | -,566 |
| COM_REM | ,020 | ,496 |
| IND_REM | -,062 | -,392 |
| REU_REM | -,026 | -,910 |
| SIZE | -,036 | -1,129 |
| ENDETT | -1,467* | -3,399 |
| MTB (croissance) | ,298* | 7,952 |

*signification au seuil de 5 %

Globalement, nos résultats montrent qu'il n'y a pas d'impact significatif du fonctionnement du conseil d'administration sur la performance. En effet, seule la variable relative à l'indépendance du conseil d'administration semble avoir un impact positif et significatif sur la performance de l'entreprise. Nous constatons que les firmes caractérisées par des conseils

indépendants sont les plus performantes que les autres. Ce résultat infirme les résultats trouvés Klein et al (2003) qui montrent que la composition du conseil et le degré d'indépendance ne sont pas corrélés avec la performance. Bhagat et Black (1998) trouvent une relation négative entre le degré d'indépendance du conseil d'administration et la performance de la firme.

Nos résultats montrent également que les opportunités de croissance améliorent la performance de la firme. En effet, Core et al (1999), Gillan et al (2003) et Core et al (2005) suggèrent que les opportunités de croissance sont des déterminants importants de la performance de la firme.

L'endettement apprécié par le ratio « dettes à long terme sur total actif » est également significatif et négatif. Ce résultat rejoint les travaux de Myers (1977) qui stipule que l'endettement conduit à des coûts d'agence élevés à cause de la divergence des intérêts des actionnaires et des créanciers. Selon Jensen et Meckling (1976), ces conflits résultent des incitations des actionnaires soit à choisir des investissements risqués pour maximiser leur richesse, soit une politique de sous- investissement dans de nouveaux projets rentables qui conduit inévitablement à la baisse de la valeur de la dette.

En conclusion, il apparaît qu'il n'existe pas de différences significatives entre les entreprises performantes et les entreprises non performantes en ce qui concerne les variables relatives au fonctionnement du conseil d'administration. Cependant, la régression par les MCO montre que la performance est liée aux caractéristiques de l'entreprise à savoir les opportunités de croissance et l'endettement. Cela suggère que soit la gouvernance est d'une importance modeste soit que nous n'avons pas tenu compte de l'interrelation entre les différents mécanismes de gouvernance et de l'effet d'endogénéité dans la relation gouvernance-performance. Cette relation fera l'objet de la deuxième section.

2.2. La structure de propriété

Après avoir effectué les tests de comparaison des moyennes entre les firmes performantes et les entreprises non performantes, nous allons vérifier si les variables relatives à la structure de propriété sont à l'origine de la bonne performance. Pour cela, nous allons régresser la performance sur les variables relatives à la structure de propriété en ayant recours à la méthode des MCO. Les résultats des régressions sont résumés dans le tableau ci-dessous.

Tableau 36 : Résultats de la régression par les MCO relative à la structure de propriété

| Variabes | Coefficient | Ecart type |
|-------------------------|--------------------|-------------------|
| Constante | 1,965 | ,313 |
| PROP_DIR | ,512 | ,045 |
| CONCENT | ,268* | ,098 |
| INV_INST | ,127 | ,192 |
| SALARIE | -,981 | ,873 |
| PUBLIC | ,255 | ,118 |
| SIZE | -,058* | ,015 |
| ENDETT | -1,045 | ,216 |
| MTB (croissance) | ,273* | ,014 |

*Signification au seuil de 5 %

D'après le tableau de régression, nos résultats montrent qu'il y a un impact de la structure de propriété sur la performance. En effet, la dispersion du capital a un effet positif et significatif sur le Q de Tobin. Cette relation positive a été confirmée par Lins (2003) pour le cas de la Thaïlande et d'autres pays asiatiques. Ce qui corrobore la thèse de neutralité de Demsetz (1983).

Les résultats trouvés concernant la concentration du capital semblent aller dans le sens de l'argument conventionnel liant la propriété concentrée à une meilleure performance (Chang, 2003). La présence des investisseurs institutionnels n'a pas d'influence sur la valeur de la firme.

Néanmoins, en regardant de plus près les variables relatives aux caractéristiques de la firme, nous pouvons constater que la taille de l'entreprise est significativement et négativement corrélée avec le Q de Tobin : Les entreprises de petite taille sont plus performantes que firmes de grande taille. En effet, selon Beiner et al (2006) les entreprises de grande taille sont susceptibles d'avoir des problèmes d'agence importants, à cause de la difficulté de les contrôler ou à cause du problème de free cash flows.

Enfin, les résultats trouvés montrent que les opportunités de croissance améliorent la performance. A cet effet, Core et al (2005) montrent que les opportunités de croissance sont de réels déterminants de la performance.

2.3. Les caractéristiques du dirigeant

Tableau 37 : Résultats de la régression par les MCO relative aux caractéristiques du dirigeant

| Variables | Coefficients | T |
|-------------------------|---------------------|----------|
| Constante | 1,595 | 1,559 |
| AGE | -,005 | -,600 |
| ANCIENN | ,017* | 2,474 |
| FORMATION | ,290* | 3,722 |
| REMUN | 376008 | ,500 |
| SIZE | -,070 | -1,625 |
| ENDETT | -1,308* | -2,009 |
| MTB (croissance) | ,232* | 8,239 |

*Signification au seuil de 5 %

D'après les résultats du tableau 37, il existe un impact significatif des caractéristiques du dirigeant sur la performance de la firme. En effet, l'ancienneté et la formation du dirigeant semblent avoir un impact sur le Q de Tobin. Ceci confirme les résultats d'Eaton et Rosen (1983) et de Brickley et al (1997) affirmant que les dirigeants qui possèdent une ancienneté avancée au sein du poste sont plus susceptibles d'avoir une bonne performance de la firme.

La formation du dirigeant semble avoir un effet positif sur la performance de la firme. En effet, plus le dirigeant a le diplôme d'une « grande école » (Mines, Pont, ENA..) plus il possède son réseau relationnel externe et essaye d'accroître la performance de la firme. Ceci infirme le résultat de Pigé (1999) qui trouve une relation négative, non significative, entre la formation du dirigeant et l'appartenance à un réseau relationnel externe.

La rémunération du dirigeant n'a pas d'impact significatif sur la performance de la firme. A cet effet, plusieurs auteurs ont examiné la relation entre la rémunération incitative et la performance de l'entreprise. Brown et Caylor (2004) ne trouvent aucune preuve que la valeur de l'entreprise ait une quelconque relation avec la rémunération du dirigeant. Elayan et al (2001) montrent aussi que ni le niveau de la rémunération ni l'adoption d'incitations financières n'ont d'impact sur la performance de l'entreprise.

Nos résultats montrent que les opportunités de croissance améliorent la performance de la firme. En effet, Core et al (1999), Gillan et al (2003) et Core et al (2005) suggèrent que les opportunités de croissance sont des déterminants importants de la performance de la firme.

Enfin, les résultats montrent que l'endettement semble avoir un effet significatif et négatif sur la performance des firmes. Ce résultat rejoint les travaux de Myers (1977) qui stipule que l'endettement conduit à des coûts d'agence élevés à cause de la divergence des intérêts des actionnaires et des créanciers.

En conclusion, nous avons pu démontrer l'existence d'une relation étroite entre la gouvernance et la performance. En effet, nous avons pu établir, dans cette première section de ce chapitre, des correspondances entre les deux paramètres évoqués. D'une part, nous avons effectué des tests de comparaison des moyennes pour les entreprises performantes et les entreprises non performantes. Nos résultats montrent que les entreprises performantes se distinguent des autres firmes par une petite taille du conseil d'administration, la part détenue

par le dirigeant et une forte dispersion de la structure de propriété. Nos résultats montrent aussi qu'au sein des firmes performantes, la formation du dirigeant est importante.

D'autre part, nous avons réalisé des régressions par les MCO. Il apparaît que l'impact de la plupart de variables de gouvernance n'est pas significatif sur la performance. Cependant, nos résultats montrent que la performance est plutôt liée à des caractéristiques propres à l'entreprise. En effet, la taille de la firme et l'endettement sont négativement liées à la performance. Les opportunités de croissance améliorent le Q de Tobin.

3. Relation gouvernance –performance: Effet de causalité

L'objectif de cette section est de tester empiriquement la relation qui existe entre la qualité de la gouvernance (fonctionnement du conseil d'administration, structure de propriété et les caractéristiques du dirigeant) et la performance de l'entreprise. Il s'agit de chercher quels sont les mécanismes de gouvernance qui influencent le plus la performance et voir s'ils peuvent être réduits à quelques uns et d'identifier quels sont les vrais déterminants de la performance.

Dans une seconde partie, nous allons tenir compte du caractère endogène des variables de gouvernance pour étudier la relation entre la gouvernance et la performance. Pour cela, nous allons avoir recours à un système à équations simultanées qui permet de prendre en considération l'interdépendance des mécanismes de gouvernance et l'effet de la performance sur la gouvernance.

L'objectif de cette partie est de tester si les mécanismes de gouvernance adoptés ont un impact sur la performance de l'entreprise. Sinon, il s'agit de définir quels sont les vrais déterminants de la performance. Pour réaliser cet objectif, nous aurons recours à des régressions par la méthode des MCO. Pour tester si le système de gouvernance adopté influence la performance de la firme, nous avons procédé à des régressions de la performance sur les variables de gouvernance pour les entreprises de notre échantillon sur toute la période d'étude par la méthode des MCO (données de panel).

Le test d'Hausman nous a permis de montrer que le modèle à effet fixe est plus approprié dans notre cas. En effet, il permet de prendre en compte des caractéristiques non observables au niveau des firmes et suppose qu'ils ne varient pas dans le temps (Himmelberg et al, 1999).

Notre modèle sera donc de la forme suivante :

$$Perf = cte + \alpha Gouv + \beta Contr + \varepsilon$$

Avec :

Perf : la performance de la firme mesurée par le Q de Tobin.

Gouv : les variables de gouvernance.

Contr : les variables de contrôles.

Lors des régressions effectuées, nous nous sommes heurtés au problème de multicollinéarité entre les variables de gouvernance à cause de leur nombre élevé. Par conséquent, nous avons eu recours à l'analyse factorielle non linéaire.

3.1. L'analyse factorielle non linéaire

Vu le nombre important de variables de gouvernance relatives au fonctionnement du conseil d'administration, à la structure de propriété et aux caractéristiques du dirigeant, il est difficile de retenir toutes ces variables dans un même modèle.

Il est donc judicieux d'avoir recours à l'analyse factorielle non linéaire afin d'éviter les problèmes de multicollinéarité. En effet, cette méthode permet de dégager des axes factoriels dont l'objectif consiste à identifier des groupes relativement homogènes constitués à la fois de variables quantitatives et qualitatives qui représentent les mécanismes de gouvernance.

Pour la restitution des facteurs nous utilisons la règle qui nous permettra de restituer un pourcentage de variance minimum (Diday et al, 1982 ; Evrard et al, 1993). Pour qu'il soit valide, le pourcentage de la variance restituée doit être supérieur ou égal à 50 %.

La seconde étape, consiste en la règle des valeurs propres qui représentent la variation expliquée par les facteurs communs de l'ACP. Ces axes ont été construits sur la base des

corrélations entre les modalités des variables de gouvernance initiales et les composantes factorielles. Pour chaque axe, seules les corrélations supérieures à 0,5 seront retenues.

La plupart des recherches antérieures se sont focalisées sur un ou quelques aspects de la gouvernance. La particularité de cette méthode est qu'elle permet de tenir compte de plusieurs aspects de la gouvernance à la fois puisqu'elle considère non pas chaque mécanisme séparément mais insiste plutôt sur l'interdépendance entre ces différentes variables.

Nous avons utilisé 23 variables pour mesurer la qualité du système de gouvernance des entreprises françaises. Afin de révéler les différentes facettes de la gouvernance, nous avons effectué une analyse en composantes principales (ACP), suivie d'une rotation Varimax.

Le test de sphéricité de Bartlett (280,629; $p < 0,000$) est significatif au seuil de 5 %, ce qui autorise la réalisation d'une ACP.

Le test KMO, qui est indicateur du niveau de corrélations entre items ou énoncés affiche une valeur de 0,772 qui indique une forte corrélation entre eux. Les deux tests autorisent donc la factorisation et la détermination de différentes facettes de la gouvernance.

L'examen de la communalité révèle une forte représentation par les différentes variables qui disposent tous d'une communalité supérieure à 0,5.

L'analyse des valeurs propres et selon les normes de Kaiser et le test du coude nous permettent de retenir sept axes recueillant 69,119 % de la variance. Ces axes seront par conséquent utilisés dans notre modèle au lieu des variables initiales afin d'éliminer le problème de multicolinéarité et réduire le nombre de variables à utiliser.

Au final, sur les 22 variables du départ nous n'en avons retenu que 19 variables. Les autres ont été éliminés selon les règles statistiques de kaiser précitées (Annexe).

Les coefficients de cohérence interne (Alpha de Cronbach) pour les différents axes sont supérieurs à 0,7 et témoignent d'une bonne cohérence entre les variables de chaque axe.

Afin de s'assurer de la validité convergente des échelles, nous procéderons au calcul des corrélations bivariées de Pearson entre les variables d'un même axe. Plus les énoncés sont corrélés, plus ils convergent pour mesurer un même construit (Evrard et al, 1993).

Le tableau 38 nous fournit la matrice des corrélations de Pearson calculés pour les variables de chaque axe. Nous constatons que toutes les corrélations bilatérales de Pearson sont significatives au seuil de 5 %.

Donc l'existence d'une corrélation significative entre les différentes variables de chaque facteur. Les résultats de l'analyse factorielle non linéaire sont résumés dans le tableau 38 ci-dessous.

Tableau 38 : Corrélations entre les variables de gouvernance et les axes

| Axes Variables | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| TAILLE | -- | -- | -- | 0,757 | -- | -- | -- |
| CUMUL | -- | -- | -- | -- | -- | 0,685 | -- |
| INDEP | -- | -- | -- | -- | -- | 0,631 | -- |
| REUNI | -- | -- | -- | -- | -- | 0,707 | -- |
| COM_AUD | 0,685 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| IND_AUD | 0,756 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| REU_AUD | 0,707 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| NOM | 0,771 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| IND_NOM | 0,812 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| REU_NOM | 0,757 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| COM_REM | -- | 0,800 | -- | -- | -- | -- | -- |
| IND_REM | -- | 0,734 | -- | -- | -- | -- | -- |
| REU_REM | -- | 0,786 | -- | -- | -- | -- | -- |
| PROP_DIR | -- | -- | -- | -- | 0,765 | -- | -- |
| CONCENT | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 0,601 |
| INV_INST | -- | -- | 0,808 | -- | -- | -- | -- |
| SALARIE | -- | -- | -- | 0,840 | -- | -- | -- |
| AGE | -- | -- | -- | -- | 0,846 | -- | -- |
| ANNCIEN | --- | -- | -- | -- | 0,811 | -- | -- |
| FORMATION | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 0,855 |
| Variance | 23,521 | 10,312 | 8,641 | 8,311 | 6,538 | 6,183 | 5,613 |
| Variance totale | 69,119 % | | | | | | |
| Valeur propre | 4,504 | 1,662 | 1,528 | 1,462 | 1,308 | 1,237 | 1,122 |

L'analyse factorielle a permis d'identifier sept axes qui reflètent respectivement :

- Les comités spécialisés
- La politique de rémunération
- L'implication des salariés

- L'enracinement du dirigeant
- Concentration et formation du dirigeant
- Indépendance du conseil
- L'activité du conseil

- **Axe 1 : Les comités spécialisés**

Le premier axe rassemble le comité d'audit, l'indépendance du comité d'audit, les réunions du comité d'audit, le comité des nominations, l'indépendance du comité et le nombre des réunions du comité des nominations.

La mise en place des comités spécialisés a été recommandée dans les rapports Viénot et Bouton. Le rapport Viénot précise que les administrateurs indépendants doivent représenter au moins un tiers des membres du comité, sachant que le comité doit comprendre au moins trois administrateurs. Le rapport Bouton recommande que la proportion de membres indépendants soit portée à deux tiers. De plus, comme la loi de la sécurité financière l'exige depuis 2003, la plupart des membres des comités du conseil doivent être indépendants. Ainsi, la qualité des rapports financiers devrait être positivement liée au degré d'indépendance des membres du comité d'audit (Bedard et al, 2004).

Dans ce cadre, Anderson et al (2004) avancent que les comités d'audit de grande taille sont plus efficaces, ils protègent mieux et contrôlent plus les normes financières que les comités de petite taille. De plus, ils font preuve de plus de transparence comptable pour protéger les intérêts des parties prenantes en garantissant la qualité des états financiers et les systèmes de contrôle interne.

La présence d'un comité des nominations indépendant est un élément important de l'efficacité du conseil d'administration à cause de l'absence du dirigeant lors de la nomination de nouveaux administrateurs. Ainsi, les prescriptions sont de trois à cinq membres, comprenant

le président et au moins un tiers d'indépendants selon le second rapport Viénot (contre au moins un administrateur indépendant dans le premier rapport).

Le rapport Bouton ajoute seulement que le président en exercice doit y être associé. Ce comité a pour objet de nommer de nouveaux administrateurs, la démission d'un administrateur ou pour répondre aux attentes des investisseurs en matière d'indépendance.

Enfin, la fréquence des réunions des comités du conseil est perçue positivement par les actionnaires. Elle reflète la volonté des administrateurs de mieux accomplir les tâches qui lui incombent et d'assurer un contrôle plus efficace. Les bonnes pratiques suggèrent trois à quatre réunions annuelles (OCDE, 2004).

- **Axe 2 : La politique de rémunération**

Cet axe regroupe la taille du comité de rémunération, l'indépendance du comité ainsi que le nombre de réunions de ce dernier. De nombreuses entreprises ont également mis en place des comités de rémunération. L'objet de ce dernier est de formuler des recommandations au conseil d'administration sur la politique de rémunération des dirigeants de l'entreprise, ainsi que sur la politique d'octroi de stock-options.

Dans ce contexte, le rapport Viénot stipule que le comité de rémunération doit être composé majoritairement d'administrateurs indépendants et qu'il ne doit comporter aucun mandataire social. Le rapport Bouton confirme cette composition. Selon Anderson et Bizjak (2002), la rémunération du dirigeant sous forme d'actions est plus importante si le comité de rémunération est composé majoritairement des membres indépendants.

- **Axe 3 : L'implication des salariés**

Cet axe est composé par la taille du conseil d'administration et le pourcentage du capital détenu par les salariés. Plusieurs codes de bonne conduite ont essayé de mettre en place des recommandations visant à fixer la taille du conseil d'administration et à renforcer la place des salariés au sein de l'entreprise. Selon les codes de bonnes pratiques de gouvernance (2004), le

nombre des administrateurs au sein du conseil doit être fixé de telle sorte qu'il assure un contrôle interne efficace.

La taille du conseil a un impact direct sur la qualité du système de gouvernance. En effet, Anderson, Mansi et Reeb (2004) montrent que le coût de dettes est relativement faible pour les firmes dont les conseils d'administration sont de grande taille. Brown et Caylor (2004), montrent que le conseil d'administration d'une grande taille conduit, dans la plupart des cas, à un dysfonctionnement au sein de l'entreprise.

La part du capital détenue par les actionnaires salariés représente un *Proxy* de sentiment de propriété (Rosen et al, 1986). Wagner et al, (2003) montrent que ce sentiment est lié positivement à la performance de l'entreprise. D'ou l'intérêt que chaque actionnaire salarié se sente propriétaire de l'entreprise ou d'une partie de l'entreprise (Pierce et al, 2001 ; Ros 2003 ; Kruse et al, 2004). Gordon et Pound (1990), suggèrent que l'actionnariat salarié permet d'augmenter l'actionnariat interne et de défendre les dirigeants contre les changements non requis dans la structure de propriété en réduisant la part détenue par le public.

- **Axe 4 : L'enracinement du dirigeant**

Cet axe est composé des variables de gouvernance suivantes : la propriété du dirigeant, l'âge et l'ancienneté. Plusieurs auteurs affirment que la propriété du dirigeant est un mécanisme de gouvernance efficace qui permet de contourner les conflits d'agence en alignant les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires. En effet, lorsque le dirigeant détient une part importante du capital, il sera incité d'orienter la gestion de l'entreprise dans une optique de maximisation de la valeur. (Jensen et Meckling, 1997).

Au contraire, s'il détient une faible participation, il va préférer consommer des avantages en nature ce qui a pour conséquence d'augmenter les coûts d'agence. Cependant, lorsque la participation devient trop élevée, le dirigeant devient enraciné et échappera à tout système disciplinaire en poursuivant ses propres objectifs qui vont généralement à l'encontre de ceux

des actionnaires.

Il tentera en outre de se rendre indispensable en investissant dans des actifs spécifiques, en s'entourant d'administrateurs fidèles ou incompetents pour agir à sa guise. L'enracinement conduit donc à un transfert de richesse des actionnaires au dirigeant et à une perte de la valeur de l'entreprise (Fan et Wang, 2002).

La propriété managériale est négativement corrélée à cet axe (-0.602). En effet, plus la part du dirigeant augmente, plus son pouvoir au sein de l'entreprise s'accroît et il devient de plus en plus enraciné. Par conséquent, il disposera de plus de liberté d'action et va échapper à tout système disciplinaire et poursuivre ses propres objectifs. Ce qui a pour conséquence une inefficacité du contrôle de la gestion de l'entreprise (Thèse de l'enracinement).

Selon Jung et Kwon (2002), l'entreprise peut bénéficier de l'ancienneté du dirigeant, de son expérience et de ses réseaux relationnels privilégiés avec certains partenaires (clients, fournisseurs. . .). En effet, plus le dirigeant passe d'années à la tête de l'entreprise, plus il sera incité à améliorer la performance de l'entreprise sur le long terme. Elle peut en outre tirer profit de sa motivation à maintenir sa pérennité et sa réputation en plus de son engagement personnel vis à vis de l'entreprise (Brookman et Thistle, 2007).

D'autres auteurs affirment au contraire que l'ancienneté du dirigeant peut être destructrice de valeur lorsque ce dernier privilégie ses propres intérêts au détriment de ceux des actionnaires et estiment que l'entreprise doit revoir son organisation en engageant une personne extérieure qui serait plus efficace qu'un dirigeant enraciné.

- **Axe 5 : L'indépendance du conseil**

Cet axe représente la propriété des investisseurs institutionnels ainsi que l'indépendance du conseil d'administration. Dans la littérature, deux hypothèses s'opposent quant au rôle des investisseurs institutionnels dans la gouvernance d'entreprise.

Ce rôle dépendra de l'horizon de placement de ces investisseurs. En effet, certains auteurs

avancent que la participation des investisseurs institutionnels peut être bénéfique pour l'entreprise dans la mesure où ce type d'investisseurs est impliqué dans la gestion de la firme et fait pression sur les dirigeants pour améliorer leurs résultats à long terme : c'est l'hypothèse de l'investisseur actif (Pinte, 2006).

D'autres auteurs stipulent au contraire que ces investisseurs ne sont pas intéressés par le contrôle de la firme. Ils cherchent le gain rapide et n'hésitent pas à vendre leurs titres si les résultats sont pas ceux escomptés au lieu d'essayer de redresser sur la base de pratiques peuvent avoir de performances la situation car en général, ces investisseurs sont récompensés sur la base des performances annuelles ou même trimestrielles. Par conséquent, leurs pratiques peuvent avoir de mauvaises répressions sur l'entreprise. C'est l'hypothèse de l'investisseur transitoire (Coffee, 1991).

La présence d'administrateurs indépendants dans le conseil permet de renforcer l'efficacité du contrôle. Dans son rapport de 2006 l'AMF oblige les entreprises à fournir des éléments nécessaires sur l'indépendance du conseil et de préciser quelle définition de l'indépendance elles retiennent. Psaros et Seamer (2002), avancent que l'indépendance du conseil est indispensable pour que ce dernier agisse dans l'intérêt des actionnaires, accomplisse son rôle de surveillance et contraigne le dirigeant à rendre compte aux actionnaires.

- **Axe 6 : Concentration et formation du dirigeant**

Cet axe est composé de la concentration du capital et la formation du dirigeant. Pour la propriété des actionnaires majoritaires, il n'y a également pas de consensus quant à son rôle dans la gouvernance d'entreprise.

Certains avancent que la concentration de la propriété est un moyen efficace pour limiter l'expropriation de la richesse de la part des dirigeants et mieux les contrôler. De plus, ils peuvent exercer une pression sur ces derniers et influencer les décisions prises lors des assemblées grâce à leurs droits de vote (Denis et McConnell, 2003). D'autres auteurs

affirment que la concentration de la propriété peut avoir un impact négatif sur la performance lorsque les actionnaires majoritaires tendent à exproprier la richesse des actionnaires minoritaires (Faccio et Lang, 2000).

En ce qui concerne la formation du dirigeant, certaines agences de notation ont intégré cette dimension dans leur processus de rating. En effet, la formation peut avoir un impact sur la qualité de gouvernance de la firme.

- **Axe 7 : Activité du conseil**

Cet axe regroupe des pratiques de gouvernance relatives à la qualité du conseil à savoir la séparation du poste de dirigeant et de président du conseil d'administration et le nombre des réunions du conseil.

En effet, les rapports de gouvernance recommandent la séparation du rôle de président du conseil d'administration et de dirigeant. En effet, une telle séparation renforce l'indépendance des administrateurs ce qui leur permet de bien assurer leur rôle de contrôle (OCDE, 2004) et d'éviter la concentration du pouvoir (rapport Cadbury, 1992). Donc selon les codes de bonne conduite, la séparation ou le cumul doit être décidée dans le but de renforcer le rôle du conseil en termes de contrôle et d'indépendance.

Dans ce cadre, Fama et Jensen (1983a) et Jensen (1993) recommandent la séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de dirigeant.

Selon Brown et Caylor (2004) les titres des entreprises ayant opté pour la séparation des deux fonctions ont une valeur marchande/valeur comptable élevée.

Enfin, le nombre de réunions tenues par le conseil semble être un élément déterminant pour que le conseil accomplisse pleinement son rôle de surveillant, contrôle les décisions des dirigeants, et résout les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants. En effet, le conseil doit se réunir régulièrement et assez fréquemment pour garantir l'efficacité du contrôle et une meilleure communication entre les différentes parties. Au contraire, Jensen

(1993) suppose que les réunions ne sont pas nécessairement utiles parce que le peu de temps dont dispose les administrateurs serait gaspillé dans des tâches de routine et non dans le but de contrôler la gestion de l'entreprise.

3.2. Résultats de MCO

Une fois l'analyse factorielle effectuée, nous pouvons procéder aux régressions de la performance sur les axes de gouvernance pour les 132 entreprises de notre échantillon. Les résultats sont synthétisés dans le tableau suivant.

Tableau 39 : Résultats des régressions par les MCO

| | Coefficients | t | Significativité |
|-------------------------------|---------------------|----------|------------------------|
| (Constant) | 1,564 | 4,555 | 0,000 |
| Axe 1 | -0,015 | -0,628 | 0,530 |
| Axe 2 | 0,037 | 1,732 | 0,084 |
| Axe 3 | 0,029 | 1,323 | 0,186 |
| Axe 4 | -0,028 | -1,074 | 0,283 |
| Axe 5 | - 0,005 | 0,000 | 0,034* |
| Axe 6 | -0,045 | -2,123 | 1,000 |
| Axe 7 | 0,061 | 2,875 | 0,064 |
| MTB | 0,244 | 19,528 | 0,000* |
| ENDETT | -0,822 | -4,386 | 0,000* |
| SIZE | -0,023 | -1,408 | 0,160 |
| $R^2 = 0,489$ et $F = 52,392$ | | | |

* Signification au seuil de 5 %

D'après le tableau de régression par les MCO, Il apparaît que pour les entreprises de notre échantillon, l'indépendance du conseil d'administration semble avoir un impact significatif sur la performance des firmes.

Plusieurs lois ont été établies en matière de gouvernance pour renforcer l'efficacité du conseil

d'administration notamment la nécessité de tenir un conseil composé en majorité d'indépendants. Cependant, nos résultats indiquent que l'indépendance a un impact négatif et significatif sur la performance. Ce constat est conforme à celui de Colonel (2001) qui avance qu'un pourcentage élevé d'indépendants au sein du conseil peut avoir un impact négatif sur la performance de la firme. Ce résultat est également confirmé par Westphal (2002) et Black et Gillies (2004).

Burton (2000) et Bhagat et Black (2002) ont tenté d'évaluer si le degré d'indépendance du conseil a un impact sur les différentes mesures de performance des sociétés à long terme. Ils constatent que les entreprises caractérisées par des conseils indépendants ne sont pas forcément plus performantes que les autres. Nos résultats peuvent être expliqués par l'argument de Heracleous (2001) qui suppose que bien qu'un conseil soit composé d'une majorité d'administrateurs indépendants, il se peut qu'ils ne disposent pas de compétences ou de connaissances du secteur, et peuvent être membres de plusieurs conseils à la fois sans avoir le temps nécessaire pour s'investir réellement dans chacune de ces entreprises. Dans ces cas, ils ne seraient pas efficaces et ne conduiraient pas à une meilleure performance de l'entreprise.

La fréquence des réunions du conseil semble jouer un rôle déterminant dans la performance. Jensen (1993) suppose que les réunions du conseil d'administration ne sont pas nécessairement utiles parce que le peu de temps dont dispose les administrateurs serait gaspillé dans des tâches de routine et non dans le but de contrôler la gestion de l'entreprise.

Bien que ce résultat soit inattendu, on peut lui trouver quelques explications dans la littérature : cela suppose que des mécanismes généralement admis comme de « bonnes pratiques » (telles que les incitations financières, la structure de propriété, l'indépendance du conseil, la fréquence des réunions...) semblent avoir un effet négatif sur la performance de l'entreprise. A cet effet, certains auteurs tentent de montrer que de « bonnes pratiques de gouvernance »

peuvent être néfastes pour l'entreprise dans certains cas. Stulz (2005) soutient que le fait de s'acharner à avoir une bonne gouvernance pourrait parfois même nuire aux actionnaires de l'entreprise. En effet, faire preuve d'une très grande transparence augmente la fragilité de l'entreprise. De plus, la divulgation et la transparence peuvent amener le marché à obtenir des informations privilégiées sur l'entreprise et la rendre plus vulnérable face à ses concurrents. Dans la même lignée, et dans un contexte international, Leuz et Oberholzer-Gee, (2003) stipulent que la transparence pourrait même faire augmenter les pressions politiques sur la firme et conduire à son expropriation de la part de l'Etat.

Zimmermann et al (2004) indiquent qu'il y a même certains arguments théoriques selon lesquels un haut degré de conformité avec les recommandations des codes de bonnes pratiques aurait un impact négatif sur la valeur de la firme. Ceci pourrait être le cas s'il est facile d'adopter un grand nombre des recommandations qui sont relativement inutiles pour réduire les problèmes d'agence. Selon les auteurs, les entreprises non performantes ont plus tendance à se soumettre à une grande partie des recommandations que les entreprises performantes car ces dernières sont capables de convaincre les investisseurs non pas par leurs systèmes de gouvernance et l'adoption de codes mais plutôt par leur bonne rentabilité. Ainsi, le degré de conformité des entreprises avec le code peut être négativement corrélé avec la performance.

Bien que l'un des facteurs le plus communément trouvé dans la littérature et dans les codes de gouvernance d'entreprise soit l'indépendance des administrateurs, nous trouvons néanmoins que l'indépendance du conseil a un impact négatif sur le Q de Tobin.

Certains auteurs expliquent que les mécanismes de gouvernance n'ont pas induit de changements significatifs dans la performance à cause de la rigidité de certaines recommandations et de certaines lois (notamment la SOX qui appliquées en urgence suite aux scandales financiers qui ont touché des entreprises de renommée, doivent aujourd'hui être

reconsidérées. Parmi ces auteurs, nous pouvons citer Arcot et Bruno (2005) qui, dans leur article « one size does not fit to all », constatent qu'un facteur normalement admis comme « bonne pratique », peut ne pas être associé à une bonne performance pour une entreprise donnée. En effet, des entreprises qui n'ont pas de bonnes pratiques de gouvernance et qui ne suivent pas à la lettre les recommandations de codes pour des raisons valables, ont de très bonnes performances et surpassent même des entreprises qui sont des « modèles » de bonne gouvernance. Au contraire, celles qui se conforment aux dispositions des codes et y adhèrent de façon mécanique n'ont pas nécessairement de meilleures performances. Ainsi, les entreprises qui ne suivent pas aveuglément les « bonnes pratiques » mais qui se soucient des caractéristiques spécifiques de leurs firmes, ont plus tendance à afficher de meilleurs résultats. De plus, ces entreprises font des choix de gouvernance hétérogènes et l'application d'une réglementation rigide ne serait pas adéquate.

L'efficacité du contrôle des comités spécialisés semble ne pas induire d'effet sur le Q de Tobin. Cet axe regroupe les caractéristiques liées aux deux comités d'audit et des nominations.

La participation du dirigeant dans le capital n'a également pas d'impact sur la performance. Ce résultat est en faveur de la thèse de neutralité de Demsetz (1983) selon laquelle toutes les structures sont équivalentes. Dans le même sens, Welch (2003) et Krivogorsky (2006) n'ont abouti à aucune relation significative entre la propriété managériale et la rentabilité.

En examinant par contre les caractéristiques propres à la firme, il s'avère qu'il existe une relation significative entre les opportunistes de croissance et l'endettement, d'une part et le Q de Tobin d'autre part.

L'endettement apprécié par le ratio « dettes à long terme sur total actif » est également significatif et négatif. Ce résultat rejoint les travaux de Myers (1977) qui stipule que l'endettement conduit à des coûts d'agence élevés à cause de la divergence des intérêts des

actionnaires et des créanciers. Selon Jensen et Meckling (1976), ces conflits résultent des incitations des actionnaires soit à choisir des investissements risqués pour maximiser leur richesse, soit une politique de sous- investissement dans de nouveaux projets rentables qui conduit inévitablement à la baisse de la valeur de la dette.

3.3. Validations empiriques de l'effet de causalité

Dans ce qui a précédé, nous n'avons pas tenu compte du caractère endogène des variables de gouvernance pour étudier la relation entre la gouvernance et la performance. Le modèle à adopter est un modèle à équations simultanées qui permet de tester à la fois l'effet de la gouvernance sur la performance et l'effet de la performance sur la gouvernance tout en tenant compte de l'interdépendance des mécanismes de gouvernance. Ce type de modèle a été précédemment utilisé par Beiner et al, (2004), De Toledo (2005), Bhagat et Bolton (2005) et Switzer et Kelly (2006).

Cependant, contrairement aux études menées par Gompers et al, (2003) et Brown et Caylor (2004), la gouvernance ne sera pas mesurée par un score qui tiendra compte des différents mécanismes de gouvernance mais nous allons considérer les axes de gouvernance dégagés préalablement à l'aide de l'analyse factorielle non linéaire à savoir : les comités spécialisés, la politique de rémunération, l'implication des salariés, l'enracinement du dirigeant, la concentration et la formation du dirigeant, l'indépendance du conseil et la qualité du conseil.

Pour mener cette recherche, il est néanmoins nécessaire d'expliquer le fait que tous ces mécanismes peuvent être utilisés alternativement ou être substitués l'un par l'autre dans une certaine mesure. Par conséquent, dans notre analyse empirique, nous avons utilisé un ensemble de variables de gouvernance simultanément. En effet, nous allons estimer la relation entre la gouvernance et la performance par un système à équations simultanées en utilisant la méthode des triples moindres carrés où chaque mécanisme est la variable dépendante dans une autre équation.

Nous allons donc analyser l'impact de ces mécanismes de gouvernance sur la performance. Pour cela, nous introduirons également des variables de contrôle (les opportunités de croissance, l'endettement et la taille de l'entreprise) dans ce système à équations simultanées ainsi que des variables instrumentales.

Tout d'abord, nous avons effectué le test de Hausman (Davidson et Mackinnon, 2004). Pour cela, nous régressons séparément les variables endogènes sur toutes les variables exogènes du modèle pour obtenir les résidus pour chaque équation du système. Ensuite, nous récupérons le résidu et nous l'incluons dans le modèle initial. Si le résidu de l'équation de la première étape est significativement corrélé à la variable dépendante, alors nous soutenons l'hypothèse d'endogénéité.

Gujarati (2003) suggère qu'il est difficile d'identifier les variables instrumentales car chacune peut être liée aux autres variables de gouvernance et à la performance. Et dans ce cas le système à équations simultanées ne sera pas identifié. Cependant, le test de Sargan (de sur-identification) peut être utilisé pour tester tous les instruments. Si l'hypothèse nulle n'est pas rejetée, alors nous pouvons faire confiance aux instruments choisis.

Système à équations simultanées :

- Performance = f (les comités spécialisés, la politique de rémunération, la structure du capital, l'implication des salariés, l'enracinement du dirigeant, l'indépendance du conseil d'administration, la concentration de la propriété, variables de contrôle, variable instrumentale)
- Les comités spécialisés = f (performance, la politique de rémunération, la structure du capital, l'implication des salariés, l'enracinement du dirigeant, l'indépendance du conseil d'administration, la concentration de la propriété, variables de contrôle, variable instrumentale)
- La politique de rémunération = f (performance, les comités spécialisés, la structure du

capital, l'implication des salariés, l'enracinement du dirigeant, l'indépendance du conseil d'administration, la concentration de la propriété, variables de contrôle, variable instrumentale)

- La structure du capital = f (performance, les comités spécialisés, la politique de rémunération, l'implication des salariés, l'enracinement du dirigeant, l'indépendance du conseil d'administration, la concentration de la propriété, variables de contrôle, variable instrumentale)
- L'implication des salariés = f (performance, les comités spécialisés, la politique de rémunération, la structure du capital, l'enracinement du dirigeant, l'indépendance du conseil d'administration, la concentration de la propriété, variables de contrôle, variable instrumentale)
- L'enracinement du dirigeant = f (performance, les comités spécialisés, la politique de rémunération, structure du capital, l'implication des salariés, l'indépendance du conseil d'administration, la concentration de la propriété, variables de contrôle, variable instrumentale)
- L'indépendance du conseil d'administration = f (performance, les comités spécialisés, la politique de rémunération, structure du capital, implication des salariés, l'enracinement du dirigeant, la concentration de la propriété, variables de contrôle, variable instrumentale)

Les variables de contrôle sont :

- La taille de l'entreprise : mesurée par log (total actif) (Black et al, 2003 et Durnev et Kim, 2005). D'un point de vue théorique, l'effet de la taille de l'entreprise sur la gouvernance est ambigu. D'une part, les grandes firmes peuvent avoir plus de problèmes d'agence dus à la difficulté de contrôle lié au problème de « free cash flows ». Mais d'autre part, les firmes de petite taille peuvent avoir de meilleures

opportunités de croissance, un plus grand besoin de financement externe et des mécanismes de contrôle plus efficaces.

- Les opportunités de croissance. Cette variable est mesurée par le ratio Market to book. A cet effet, Hartzell et Starks (2003), et Core et al (2005) indiquent que cette variable est un déterminant de la performance. En effet, les firmes qui ont de plus grandes opportunités d'investissement ont tendance à avoir une structure de gouvernance différente de celles qui ont peu d'opportunités de croissance. Plusieurs auteurs estiment le Q de Tobin par le ratio Market to book. Cependant, dans notre recherche, nous allons utiliser le Market to Book pour désigner les opportunités de croissance de l'entreprise. En effet, Boone, Field, Karpoff et Raheja (2006) ainsi que Linck et al, (2006) notent que les opportunités de croissance sont une cause et non une conséquence des structures de gouvernance : ils trouvent par exemple que les valeurs Market to book déterminent la taille du conseil et sa composition. Nous allons par conséquent utiliser le ratio Market to Book non pas comme une approximation du Q de Tobin mais comme variable de contrôle dans notre modèle.
- L'endettement : comme Bebchuk et al (2004), Graham et al (2004) et Khanna et Tice (2005), nous avons calculé le niveau d'endettement comme (dettes Long terme / total actif).

Les variables instrumentales sont :

- La variable retardée du Q de Tobin (Brick et al, 2006) ;
- Les variables retardées pour chacun des axes ;
- Le carré de l'ancienneté pour l'axe de l'enracinement (Bhagat et Bolton, 2005 et Gabay, 2005).

3.3.1.1. Résultats

En tenant compte du caractère endogène de la gouvernance, il apparaît que certains

mécanismes de gouvernance ont un impact significatif sur la performance. De même, la performance influence également la gouvernance. Il existe aussi une interrelation entre les mécanismes de gouvernance. Nos résultats sont synthétisés dans le tableau ci-dessous.

Tableau 40 : Résultats des régressions du modèle à équations simultanées

| Variables | Q de Tobin | Axe1 | Axe 2 | Axe 3 | Axe 4 | Axe 5 | Axe 6 |
|-------------------------------|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Q de Tobin | - | -0,040 | 0,125 | 0,093 | -0,065 | -0,005 | -0,153* |
| Axe 1 | 0,0242 | - | -0,011 | -0,096* | -0,252* | 0,035 | -0,020 |
| Axe 2 | 0,0023 | -0,09 | - | 0,011 | -0,010 | 0,006 | 0,15 |
| Axe 3 | 0,172 | -0,081* | 0,012 | - | -0,090* | 0,003 | -0,016 |
| Axe 4 | 0,318 | -0,288* | -0,015 | -0,123* | - | 0,044 | -0,020 |
| Axe 5 | 0,214 | 0,027 | 0,006 | 0,003 | 0,030 | - | -0,001 |
| Axe 6 | -0,001* | -0,016 | 0,015 | -0,015 | -0,014 | -0,001 | - |
| Axe 7 | 0,043* | 0,019 | -0,011 | 0,11 | 0,023 | 0,001 | 0,13 |
| SIZE | 0,116 | 0,315* | 0,027 | 0,119* | 0,344* | -0,054 | 0,021 |
| MTB | 0,001* | 0,027 | -0,082* | 0,049 | 0,011 | 0,012 | 0,107* |
| ENDETT | 0,00 | -0,460 | -0,496 | 1,419* | -0,242 | 0,420 | -0,014 |
| Variable instrumentale | 0,547* | 0,827* | 0,716* | 0,702* | 0,539* | 0,813* | 0,632* |
| Constante | 1,825* | -6,676* | -0,496* | -3,026* | -7,252* | 1,054* | -0,475* |
| R² | 0,112 | 0,227 | 0,016 | 0,079 | 0,324 | 0,006 | 0,021 |

* Signification au seuil de 5 %

*** La première équation :**

La première équation de notre modèle relie le Q de Tobin aussi aux axes de gouvernance d'entreprise, aux variables de contrôle et à la variable instrumentale. Cette équation met en œuvre l'impact des pratiques de gouvernance sur le Q Tobin. Il apparaît que l'indépendance est négativement liée à la performance. Notre résultat rejoint celui de Klein et al (2004) qui trouvent que l'indépendance du conseil est négativement corrélée à la performance.

De même, Westphal (2002) trouve un effet significatif et négatif de l'indépendance sur la performance de l'entreprise (au seuil de 5 %). A cet effet, Leblanc (2004) avance que puisque

l'indépendance est « un état d'esprit », il est difficile de contrôler l'indépendance du conseil. En effet, un administrateur peut être en conflit avec les autres membres du conseil bien qu'il soit indépendant ou en accord bien qu'il soit affilié à l'entreprise. L'auteur avance en outre que les administrateurs indépendants peuvent être inefficaces dans certaines situations particulièrement lorsqu'ils accomplissent des tâches stratégiques. Cela est dû au fait qu'ils sont souvent non informés de la gestion de l'entreprise, du secteur et de l'environnement de l'entreprise. En effet, les administrateurs indépendants n'ont pas toujours l'implication et la visibilité nécessaires, par conséquent, ils sont inaptes à apporter une réelle valeur ajoutée ou de réaliser les objectifs stratégiques de l'entreprise.

La concentration du capital et le niveau de formation du dirigeant semblent avoir un impact positif sur la performance de la firme mesurée par le Q de Tobin. En effet, la concentration du capital dans le contexte des entreprises françaises permet de résoudre les conflits d'intérêts qui existent entre les dirigeants et les actionnaires. Denis et McConnell (2003) trouvent que la concentration du capital permet d'une part de réduire les coûts d'agence engendrés par les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeant et conduit par conséquent à une augmentation de la performance des firmes. D'autre part, elle représente une solution adéquate aux problèmes d'agence dans un système à faible protection des investisseurs minoritaires (Estley et Megginson, 2003). Ce résultat ne rejoint pas celui de Davis et al (2004), Kahn et Winton (2002) qui trouvent que la présence de grands détenteurs d'actions conduit à une détérioration de la performance de l'entreprise.

D'après les résultats dégagés, les opportunités de croissance (appréciées par le ratio Market to book) semblent avoir un impact significatif et positif au seuil de 5 % sur le Q de Tobin. En effet, ces résultats sont conformes à ceux de Gillan et al (2003) et Core et al (2005) qui suggèrent que les opportunités de croissance sont des importants déterminants de la performance. De même, Durnev et Kim (2005) trouvent que les firmes avec de grandes

opportunités de croissance ont une plus grande valeur.

***La deuxième équation :**

Dans cette équation, la variable dépendante est l'axe qui représente les comités spécialisés (comité d'audit et comité des nominations). D'après les résultats, la structure du capital qui englobe la propriété des investisseurs institutionnels et la part détenue par le public, ainsi que l'implication des salariés semblent avoir un impact négatif et significatif sur le fonctionnement des comités spécialisés. Ceci est particulièrement le cas des investisseurs institutionnels actifs qui privilégient le long terme et qui ont les moyens et la motivation de surveiller les agissements des comités en leurs mettant la pression pour améliorer les résultats de l'entreprise (Denis à McConnell, 2003). La taille de l'entreprise est positivement et significativement liée au fonctionnement des comités spécialisés. Autrement dit, plus la taille augmente, plus les structures de gouvernance sont efficaces.

***La troisième équation :**

D'après les résultats de cette équation, les opportunités de croissance (ratio Market to book) influence négativement le fonctionnement du comité des rémunérations.

***La quatrième équation :**

Le fonctionnement des comités spécialisés a un impact négatif sur la structure du capital et plus précisément sur la propriété des investisseurs institutionnels et du public.

L'enracinement est l'ensemble des stratégies mises en œuvre par le dirigeant pour accentuer son pouvoir au sein de l'entreprise. En effet, en détenant une part élevée du capital, ce derniers va se mettre à l'abri de toute forme de sanction et va par conséquent poursuivre ses propres objectifs qui vont à l'encontre de ceux des actionnaires. Ainsi, notre résultat selon lequel l'enracinement a un impact négatif sur l'efficacité du contrôle interne soutient l'idée que plus le dirigeant devient enraciné, moins il serait facile de contrôler ses agissements et sa latitude managériale.

Les entreprises qui ont de meilleures opportunités de croissance attirent d'avantage les investisseurs. En effet, Grinstein et Michaely (2005) trouvent qu'une amélioration du ratio Market to book conduit à une augmentation de la participation des institutionnels dans le capital des firmes américaines publiques pendant la période 1980- 1996.

La taille de l'entreprise est négativement corrélée avec la concentration de la propriété. Ce constat rejoint les résultats de (Demsetz et Lehn, 1985 et Himmelberg et al, 1999). Ceci reflète simplement qu'il est plus coûteux d'acquérir une plus grande part des capitaux dans les entreprises de plus grande taille. A cet effet, Soldâmes (2005) explique que les détenteurs de blocs peuvent accomplir moins lorsque les sociétés deviennent plus grandes.

***La cinquième équation :**

La taille du conseil d'administration est liée positivement à la taille de l'entreprise. Fama et Jensen (1983) affirment que la complexité de l'activité de l'entreprise demande de plus en plus de nouveaux membres dans le conseil d'administration afin de bénéficier de leur expérience et de leur expertise. De plus, nous anticipons que la relation entre la taille du conseil d'administration et la performance de l'entreprise est négative.

De plus, nous anticipons que la relation entre la performance de l'entreprise et la taille du conseil d'administration est négative. Les entreprises peu performantes ont intérêt à avoir des conseils d'administration de petite taille parce qu'ils sont plus efficaces en matière de contrôle du dirigeant (Jensen, 1993).

D'après nos résultats, l'indépendance semble être une solution pour atténuer le pouvoir discrétionnaire du dirigeant au sein de l'organisation. En effet, un conseil constitué d'une majorité d'indépendants peut résoudre les conflits entre les actionnaires et les dirigeants. Ils exercent une grande pression sur les dirigeants enracinés, contrôlent leurs agissements et ont la capacité de les révoquer.

***La sixième équation**

Les entreprises caractérisées par une grande taille et de faibles opportunités de croissance ont des dirigeants enracinés. Selon l'argument de « fret cash slows », lorsque les opportunités d'investissement sont nombreuses, cela réduit les incitations des dirigeants enracinés à augmenter leur consommation des avantages en nature.

***La septième équation**

D'après les résultats de la régression, le Q de Tobin a un impact négatif sur l'indépendance du conseil d'administration. Autrement dit, les entreprises performantes tendent à avoir une structure de gouvernance qui n'est pas efficace. Certes, ce résultat n'est pas en accord avec la majorité de la littérature actuelle selon laquelle une bonne gouvernance conduit à de meilleures performances. Cependant, certaines recherches empiriques montrent une relation faible ou même négative entre plusieurs de ces variables et la performance financière de l'entreprise. Ceci est particulièrement le cas des mécanismes de gouvernance tels que la séparation entre le rôle du dirigeant et celui du président du conseil, ou la présence d'une majorité d'administrateurs indépendants ou encore la taille du conseil (Leblanc et Gillies 2004).

Black et al, (2003) se posent la question si les bonnes pratiques de gouvernance incitent les investisseurs à mieux évaluer l'entreprise. Les auteurs suggèrent que les firmes adoptent des règles de bonne gouvernance pour signaler que les internes de la firme agissent pour le bien de l'entreprise. Mais c'est le signal et non les pratiques en elles même qui influence la valeur de la firme. Les auteurs trouvent également que plus la valeur de l'entreprise est élevée, plus la structure de gouvernance est faible. Autrement dit, une bonne performance n'implique pas nécessairement de bonnes pratiques de gouvernance. Les auteurs expliquent leurs résultats par le fait que ces entreprises font face à moins de pression de la part des investisseurs pour améliorer leur système de gouvernance.

D'après les résultats dégagés, les opportunités de croissance (appréciées par le ratio Market to book) semblent avoir un impact significatif et positif au seuil de 5 % sur l'indépendance du conseil. En effet, les opportunités de croissance augmentent l'indépendance du conseil d'administration.

Enfin, il existe une relation significative entre la concentration du capital et le Q de Tobin. Ce qui est contraire aux résultats trouvés par Bhagat et al (2004) et Rogers et al (2007) qui ne trouvent pas de différence significative entre les entreprises à capital dispersé et les entreprises à capital diffus.

4. Conclusion du chapitre

En conclusion de ce chapitre, l'analyse factorielle non linéaire a permis de dégager sept axes qui sont l'efficacité des comités spécialisés, la structure du capital, l'indépendance du conseil d'administration, l'enracinement du dirigeant, l'implication des salariés et enfin la concentration et le niveau de formation du dirigeant.

Ces axes ont été utilisés dans une première étape pour réaliser des régressions par les MCO afin d'étudier l'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance. Les régressions montrent qu'il n'y a pas de relation significative entre la gouvernance et la performance. En effet, nos résultats indiquent qu'il existe néanmoins un mécanisme de gouvernance qui est l'indépendance du conseil, qui semble influencer la performance mais négativement. Les opportunités de croissance et l'endettement sont aussi des facteurs déterminant de la performance. Ce résultat semble appuyé grâce à l'analyse des différences significatives qui existent entre les entreprises performantes et les entreprises non performantes au niveau de leurs caractéristiques propres (selon le test des comparaisons des moyennes). En effet, il apparaît qu'il existe des différences significatives entre les entreprises non performantes (groupe 1) et les entreprises performantes (groupe 2) quant aux opportunités de croissance et à l'endettement.

Dans une seconde étape, nous avons tenté de tenir compte de l'endogénéité des variables de gouvernance. Pour cela, nous avons utilisé un système à équations simultanées qui permet de prendre en considération l'interdépendance des mécanismes de gouvernance et la relation entre gouvernance et performance.

Nos principaux résultats indiquent comme précédemment (tests de comparaison de moyenne) que les opportunités de croissance semblent avoir un impact significatif et positif sur le Q de Tobin. Autrement dit, des entreprises avec de grandes opportunités de croissance ont une plus grande valeur.

L'indépendance du conseil d'administration, la concentration du capital et le niveau de formation du dirigeant semblent avoir un impact sur la performance de la firme. Néanmoins, bien que l'indépendance ait reçu une attention particulière, elle a un impact négatif sur la performance.

De même, le Q de Tobin a un impact négatif sur l'indépendance du conseil d'administration, autrement dit, les entreprises performantes n'ont pas forcément une bonne gouvernance. Le Q de Tobin a également un impact négatif sur la concentration : les entreprises performantes ont tendance à avoir une structure diffusée. Enfin, La concentration renforce l'enracinement du dirigeant.

Conclusion générale

Cette recherche avait pour ambition de déterminer les bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise dans le contexte français en se basant sur le critère de la performance. L'intérêt porté à cette thématique est né d'un double constat. En effet, depuis plusieurs années, la gouvernance d'entreprise a suscité l'intérêt de tous y compris les chefs d'entreprise, les hommes politiques, les investisseurs et plus particulièrement les chercheurs qui ont trouvé dans la gouvernance un sujet où ils puisent leurs thèmes de recherches et vantent les mérites de la gouvernance. La littérature a vu dès lors une explosion d'articles qui sont tous en faveur d'une bonne gouvernance et clament qu'elle permet d'améliorer la performance des entreprises et de véhiculer une bonne image auprès des investisseurs. Mais qu'en est-il réellement de l'efficacité de la gouvernance ? Cet intérêt pour les bonnes pratiques a-t-il lieu d'être ou relève-t-il tout simplement d'un engouement de la part des entreprises, des bourses et des gouvernements car chacun trouve son compte en proclamant leur adhésion aux bonnes pratiques de gouvernance : les entreprises, en signalant que leur structure de gouvernance est efficace, peuvent attirer plus d'investisseurs et avoir accès aux capitaux à moindre coût. Les bourses peuvent bénéficier également d'un label de qualité en exigeant une qualité de gouvernance minimale de la part des entreprises cotées. Enfin, les gouvernements peuvent attirer les capitaux étrangers et améliorer la croissance économique du pays.

Conclusion générale

L'intérêt pour les bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise a pris une portée de premier rang. Le monde a vu dès lors la naissance des nombreux codes de bonnes pratiques que les entreprises sont tenues de suivre. Ainsi, plusieurs chercheurs ont testé l'impact des pratiques de gouvernance sur la performance de la firme. Ils ont conclu qu'une bonne gouvernance d'entreprise permet d'améliorer la performance, ce qui a suscité l'intérêt des économistes pour ce thème et les a mené à vanter ses mérites.

Depuis l'émergence du gouvernement d'entreprise, les méthodologies de notation de la qualité des systèmes de gouvernement d'entreprise ont pour objectif d'estimer la prime de risque spécifique s'y rattachant. Les acteurs traditionnels de la notation, agences de rating, banques, ont de fait intégré dans leur méthodologie des critères de « bonne gouvernance ». En parallèle, des cabinets spécialisés en rating de gouvernance ont développé d'autres méthodologies centrées exclusivement sur les pratiques de bonne gouvernance.

Dans cette recherche, nous avons essayé de porter un regard critique vis à vis de ce thème qui a pris tant d'ampleur ces dix dernières années et vérifier s'il mérite réellement toute cette attention ou qu'il est nécessaire de revoir cet optimisme exagéré vis à vis de la relation qui existe entre la gouvernance et la performance de l'entreprise et de revenir vers les vrais déterminants de la performance. Par conséquent, nous avons tenté de porter un regard critique sur la qualité de la gouvernance d'entreprise tout en analysant l'impact des mécanismes internes sur la performance afin de vérifier si la gouvernance a réellement un effet sur la performance ou bien s'il existe d'autres facteurs qui influencent la performance qu'on s'est proposé de déterminer. Pour ce faire, nous nous sommes intéressés à la détermination d'un score de gouvernance basé sur la performance. La question de recherche a donc été formulée de la manière suivante : quels sont les déterminants d'une « bonne gouvernance », basée sur le niveau de performance, dans le contexte des entreprises françaises ?

Conclusion générale

Conformément à cette question, la recherche avait deux objectifs principaux : celui de calculer un score de gouvernance en utilisant une méthode non paramétrique et celui d'étudier le lien entre la gouvernance et la performance.

Nous nous sommes intéressés plus particulièrement au cas de la France qui a récemment entrepris d'importantes réformes pour améliorer la transparence et restaurer la confiance des investisseurs dans les marchés financiers suite à une série de scandales qui a traumatisé l'économie toute entière. Notre échantillon est composé de 132 entreprises françaises non financières cotées sur la période 2002-2008.

Pour rendre compte de ce travail de recherche, une démarche en deux volets a été déployée. Le premier volet a d'abord tenté de développer le cadre théorique de notre recherche. Dans le premier chapitre, nous avons présenté l'évolution de la gouvernance à travers les théories contractuelles. En plus et étant donné l'existence de pratiques de gouvernance différentes à travers les pays, nous avons présenté les systèmes de gouvernance existants. En effet, nous avons présenté les différentes caractéristiques du système orienté banques de celui orienté marché. Enfin, et étant donné que notre échantillon est composé de firmes françaises, nous avons présenté dans la dernière section de ce chapitre les caractéristiques du système de gouvernance français.

L'examen des différents codes et lois de bonne conduite en matière de gouvernance a fait l'objet du deuxième chapitre. Ce chapitre nous a permis de conclure que la plupart des recommandations visent à améliorer les systèmes de contrôle des entreprises. Quel que soit l'apport sur la gestion de l'entreprise, cette dernière a à sa disposition plusieurs moyens d'incitation et de contrôle. Il s'agit, de renforcer l'indépendance des conseils d'administration et de ses comités, la structure de propriété et les droits des actionnaires. Il convient de signaler que ces principes ont un caractère évolutif et sont appelés à être revus en fonction des changements importants du contexte général. Pour rester compétitive dans un monde en

Conclusion générale

constante évolution, les entreprises doivent être en mesure d'innover et d'adapter leurs pratiques de gouvernement d'entreprise afin de pouvoir relever les nouveaux défis et saisir les nouvelles perspectives qui s'offrent à elles.

Dans ce cadre les agences de notation ont pris conscience de l'importance des codes de bonne conduite en gouvernance d'entreprise. Elles se sont penchées sur la recherche des standards de gouvernance dont le but est le respect des droits des investisseurs, le bon fonctionnement du conseil d'administration et de ses comités, l'amélioration de la divulgation d'information... Dans ce contexte, nous avons essayé dans le chapitre 3 de clarifier le positionnement des méthodologies sur la gouvernance. L'objectif paraît ainsi en premier lieu plutôt de nature exploratoire. Nous avons présenté les méthodologies de notation des principales agences de notation qui privilégient la vision des créanciers et celles qui adoptent le point de vue des actionnaires. Plus précisément, nous avons examiné les différents critères utilisés dans leurs systèmes de notation.

Enfin, dans le chapitre 4, nous avons bien étudié la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance de la firme. Pour ce faire, nous avons passé en revue la littérature théorique et empirique concernant cette relation ainsi que les mesures possibles de la performance. Par le croisement de ces différents éléments, le premier volet de cette recherche a abouti à la construction des hypothèses de recherche quant à l'existence des standards de gouvernance et le lien entre la gouvernance et la performance.

Le second volet de ce travail a ensuite porté sur les études empiriques, et ce sur un échantillon de 132 entreprises françaises au cours de la période 2002-2008. Dans cette seconde partie, la méthodologie déployée a d'abord été exposée puis mise en œuvre. Elle a essentiellement consisté en trois études. La première a été consacrée à la comparaison des méthodologies de notation en matière de gouvernance employées par les agences de rating qui privilégient la vision des créanciers et celles qui adoptent le point de vue des actionnaires. L'objectif était de

Conclusion générale

comparer les méthodes de notation des agences de référence, et de les positionner sur un graphe, de manière à identifier des classes d'agences et apprécier des similitudes et des différences supposées. Nous étions en particulier motivés par le fait que la compréhension des problèmes de gouvernement d'entreprise est relativement récente et toujours en cours, et que les agences doivent tenir compte d'investissements de plus en plus complexes. Pour atteindre cet objectif, une analyse factorielle a été opérée sur l'ensemble des critères utilisés par les agences de rating. Notre analyse factorielle nous a permis d'identifier 3 classes d'agences. L'une de ces classes regroupe les agences de rating Moody's et Fitch, ce qui paraît cohérent. Les deux autres classes révèlent des positionnements plus étonnants. Ainsi, S&P, une agence de rating et GMI, spécialisée dans la notation de gouvernement d'entreprise, semblent assez proche. Enfin, ISS, spécialisée également dans la notion de gouvernement d'entreprise, se positionne à part des deux autres classes.

Cette analyse montre que les approches des agences sont encore loin d'être homogènes. Du fait de l'importance de la notation sur le coût du capital et la politique d'investissement des entreprises, une meilleure compréhension de ces méthodes s'avère donc indispensable.

La deuxième étude s'est attachée au calcul d'un score de gouvernance qui synthétise la qualité de gouvernance d'entreprise en nous basant sur une méthode non paramétrique à savoir la méthode des enveloppements des données. En assimilant la gouvernance (à travers trois thèmes : le fonctionnement du conseil d'administration, la structure du capital et les caractéristiques du dirigeant) à un input et la performance à un output (reflétée par le Q de Tobin et le rendement des fonds propres). Plus le score est élevé (tout en étant entre 0 et 1), plus la gouvernance contribue à l'amélioration de la performance.

En analysant l'évolution des pratiques de gouvernance dans le temps, nous observons que la plupart des mécanismes n'ont pas sensiblement évolué durant la période d'étude 2002-2008 sauf pour l'indépendance du conseil d'administration, l'existence de comités de nomination et

Conclusion générale

de rémunération au sein du conseil. Ce résultat est d'autant plus pertinent que ces mécanismes ont reçu récemment une liste de recommandations et une attention particulière de la part des codes et des lois de la bonne gouvernance.

Cependant, l'analyse de l'évolution du Q de Tobin montre que la performance ne s'est pratiquement pas améliorée depuis 2002 jusqu'à 2008 et ce, malgré les lois imposées en matière de gouvernance et les changements apportés dans les structures des entreprises que ce soit au niveau du conseil d'administration, des comités d'audit. Ce résultat nous a amené donc à nous interroger sur la réelle pertinence de la gouvernance d'entreprise et si elle est à l'origine de la bonne ou de la mauvaise performance.

Pour ce faire, nous avons réparti l'échantillon en deux groupes : des entreprises performantes et des entreprises non performantes et nous avons comparé leurs pratiques de gouvernance. En moyenne, il n'existe pas de différences significatives entre les deux groupes pour ce qui est de fonctionnement du conseil d'administration à l'exception de la taille qui est lié négativement. En revanche, il semblerait qu'il existe des différences significatives entre les deux groupes en ce qui concerne la propriété du dirigeant, la concentration du capital. En effet, dans les entreprises non performantes, les dirigeants ainsi que les cinq premiers actionnaires détiennent une part plus importante du capital que dans les entreprises performantes. Il n'existe également pas de différence significative entre les variables relatives aux caractéristiques du dirigeant des deux groupes à savoir l'existence de comités de nomination et de rémunération ainsi que la présence du CEO dans ces comités.

Tous ces constats peuvent être expliqués en partie par la convergence des pratiques de gouvernance : à cause des différents codes et lois imposées, toutes les entreprises cotées sont tenues de suivre les recommandations et les règles prescrites d'où la ressemblance entre les pratiques de gouvernance.

Conclusion générale

Pour confirmer ce résultat, nous avons d'abord testé l'impact de la structure de propriété sur la performance. Ensuite, nous avons testé l'influence du conseil d'administration sur la performance. Globalement, pour les deux régressions, il n'existe pas d'impact significatif de la gouvernance sur la performance. Ce constat rejoint les conclusions d'Heracleous (2001) qui déclare que des mécanismes communément admis comme "meilleures pratiques" en matière de gouvernance d'entreprise n'ont pas des liens convaincants avec la performance de l'entreprise. Néanmoins, il existe un impact significatif des variables relatives aux caractéristiques de l'entreprise. La taille et l'endettement ont un impact négatif sur le Q de Tobin. Cependant, les opportunités de croissance semblent avoir amélioré la performance. (Gillan et al, 2003 et Core et al, 2005). Enfin, des analyses de corrélation et de régression entre les variables de gouvernance et la performance retenues ont été effectuées afin d'identifier les critères qui contribuent le plus à expliquer la performance

Dans la troisième étude, nous avons testé l'impact de tous les mécanismes de gouvernance sur la performance en ayant recours à une régression par les MCO. Cependant, vu le nombre élevé de variables de gouvernance, l'analyse factorielle non linéaire a été la solution pour pallier au problème de multicollinéarité et a permis de dégager sept axes factoriels qui représentent l'efficacité du contrôle interne, l'indépendance du conseil d'administration, la concentration de la propriété, l'enracinement du dirigeant et enfin l'activité du conseil. Nous avons constaté que pour les entreprises non performantes, aucun mécanisme de gouvernance n'a d'impact significatif sur la performance des firmes ce qui rejoint les travaux de Klein et al (2003). Ce constat conforte notre scepticisme vis à vis de la gouvernance et sa réelle pertinence. Cependant, en ce qui concerne les caractéristiques propres à la firme, il s'avère qu'il existe une relation significative et négative entre la taille de l'entreprise et le Q de Tobin. L'endettement est également significatif et négatif pour les entreprises non performantes.

Quant aux entreprises performantes, il apparaît que l'efficacité du contrôle interne a un impact

Conclusion générale

négalif sur le Q de Tobin. Certes, ce résultat peut sembler contraire à la majorité de la littérature selon laquelle une bonne gouvernance conduit à une bonne performance et suggère au contraire que les « bonnes pratiques » (telles que les incitations financières, la structure de propriété, l'indépendance du conseil, la fréquence des réunions) ont un effet négatif sur la performance de l'entreprise. A cet effet, Bebchuk et al (2005) montrent par l'utilisation d'un indice de gouvernance basé sur six facteurs que des mécanismes normalement associés, à une bonne performance sont au contraire destructeurs de la valeur.

La taille a aussi un impact négatif sur la performance dans ce groupe. Par conséquent, il apparaît que les caractéristiques de la firme (taille et endettement) sont des facteurs déterminants de la performance. Nous nous sommes proposés alors d'effectuer à nouveau des tests de comparaison de la moyenne pour les entreprises performantes et les entreprises non performantes mais cette fois non pas pour les mécanismes de gouvernance mais pour des variables relatives aux caractéristiques de l'entreprise telles que les opportunités de croissance et le ratio qui représente les investissements en recherches et développements. Les résultats montrent qu'il existe des différences significatives entre les entreprises performantes et les entreprises non performantes au niveau des opportunités de croissance et des dépenses en recherches et développements. Ces facteurs nous semblent déterminants de la bonne performance.

Au vu de ces résultats et de l'absence ou de l'effet réduit de la gouvernance, nous nous sommes interrogés sur la vraie nature de ces mécanismes de gouvernance. Ne serait-il pas plus judicieux de tenir compte du caractère endogène de la gouvernance pour élucider la relation qui la lie avec la performance ? Estimer un système à équations simultanées est particulièrement intéressant dans ce cas parce qu'il permet non seulement de tenir compte de l'effet de causalité, mais également de l'interdépendance entre le choix des mécanismes de gouvernance et le Q de Tobin.

Conclusion générale

D'après le modèle à équations simultanées, nos principaux résultats montrent que l'indépendance est négativement liée à la performance. Bien que l'indépendance ait reçu une attention particulière de la part des différentes institutions (NYSE, NASDAQ...), il semblerait qu'elle ne soit pas efficace. Ceci peut être le cas d'administrateurs indépendants qui ne sont pas assez impliqués et qui ne sont pas informés des objectifs stratégiques de l'entreprise ainsi que de son environnement.

La concentration de la propriété a également un impact négatif sur la performance : c'est généralement le cas lorsque les actionnaires majoritaires tendent à soutenir les décisions des dirigeants enracinés et à exproprier les minoritaires. Il apparaît également que les opportunités de croissance (appréciées par le ratio Market to Book) et le ratio (R&D/total actif) semblent avoir un impact significatif et positif au seuil de 5 % sur le Q de Tobin. Autrement dit, des entreprises avec de grandes opportunités de croissance et d'investissements en R&D ont une plus grande valeur.

Cependant, l'indépendance, l'activité du conseil ainsi que celle des comités, la concentration de la propriété, la taille de l'entreprise et les investissements en recherches et développement ont un impact positif sur l'efficacité du contrôle interne. L'enracinement par contre a un impact négatif sur l'efficacité du contrôle interne. En outre, les entreprises caractérisées par une grande taille et de faibles opportunités de croissance présentent des dirigeants enracinés.

En étudiant de plus près l'impact de la performance sur la gouvernance d'entreprise, nos résultats montrent que le Q de Tobin a un impact négatif sur l'efficacité du contrôle interne, autrement dit, les entreprises performantes n'ont pas forcément une bonne gouvernance. Une explication plausible est que ces entreprises performantes font face à moins de pressions de la part des investisseurs puisque même en affichant une mauvaise gouvernance et en ne suivant pas à la lettre les différentes recommandations des bonnes pratiques, elles continuent à être performantes. Certains auteurs comme Seog (2006) supposent même qu'une bonne

Conclusion générale

gouvernance réduit la motivation des dirigeants et des actionnaires majoritaires à faire des efforts afin d'augmenter la valeur de l'entreprise.

A notre avis, nous ne pouvons pas nier l'importance de la gouvernance mais nous pensons qu'elle est surtout utilisée par les firmes pour véhiculer une certaine image (Signal) et répondre à la pression des médias et des institutions.

De plus, la réalité montre que c'est pendant les périodes de crise que les entreprises se tournent vers la gouvernance et les bonnes pratiques pour tenter de redresser leurs situations.

Une entreprise performante qui affiche toujours de bons résultats n'attire pas autant besoin de la gouvernance que des entreprises qui ont de mauvaise performance pour attirer et convaincre les investisseurs de sa fiabilité. De plus, si les investisseurs continuent à acheter les actions d'entreprises irrespectueuses de leurs standards de gouvernance, et que ces dernières affichent toujours de bonnes performances, alors ces entreprises seraient peu motivées d'améliorer leurs pratiques. Mais si ces investisseurs sont récompensés pour l'investissement dans ces entreprises bien gouvernées, alors ces dernières, dont le coût du capital sera moindre, seraient motivées d'entreprendre l'amélioration de leur système de gouvernance. En outre, les facteurs déterminants de la performance ne semblent pas forcément faire appel aux caractéristiques de la gouvernance (transparence, intégrité, responsabilité).

Nous soutenons les nouvelles pensées sur les bonnes pratiques de gouvernantes qui sont apparues contre le concept « one size fits all » qui soulignent l'importance d'une approche plus flexible où les recommandations de gouvernance seraient façonnées et adaptées à la nature de l'organisation (privée, publique, sa taille, ses objectifs, son environnement...). Si une entreprise considère qu'une recommandation n'est pas appropriée à son cas particulier, elle a la possibilité de ne pas l'adopter à la condition d'en expliquer les raisons.

Enfin et bien que nous ayons pu démontrer l'existence d'un effet d'endogénéité entre la

Conclusion générale

performance et gouvernance, il semble que cet effet soit expliqué en grande partie par les exigences mises en place par les bourses, les codes de bonnes conduites et par certains organismes. Ce ceci nous amène à conclure que l'endogénéité entre la gouvernance et la performance est un phénomène inévitable.

Cette recherche présente trois types de contributions à la fois théoriques, méthodologiques et pratiques. Elles sont successivement abordées.

Sur le plan théorique, cette recherche contribue à l'évaluation des pratiques de gouvernance. Si des études se sont intéressées à l'étude des pratiques de gouvernance, cette recherche est la première à notre connaissance à s'être penchée sur la notation des pratiques de gouvernance des entreprises françaises. Cette étude enrichit donc la littérature relative à la notation des systèmes de gouvernance en se concentrant sur une technique spécifique. Les contributions théoriques de cette recherche s'opèrent essentiellement sur trois points. D'abord, si cette thèse s'est efforcée de souligner les enjeux entourant les bonnes pratiques de gouvernance, elle a surtout montré qu'il existe une divergence au niveau des standards de gouvernance utilisés par les agences de rating en matière de gouvernance. Ensuite, elle est l'une des premières à étudier les critères de notation des agences de rating en faisant la distinction entre la vision des actionnaires et celle des créanciers. Cette recherche s'est en effet non seulement consacrée au concept de gestion des résultats largement mobilisé par les travaux empiriques précédents mais s'est aussi interrogée sur la question des déterminants de la bonne gouvernance dans le contexte français. Enfin, elle montre l'influence de facteurs contextuels qui, s'ils avaient été suggérés par la littérature, n'avaient que rarement été testés. Il s'agit essentiellement des déterminants tels que le secteur d'activité, l'endettement ainsi que les caractéristiques du dirigeant.

Sur le plan méthodologique, cette recherche présente un double intérêt. Premièrement, nous avons d'abord opéré une étude exploratoire pour étudier les différents critères utilisés par les

Conclusion générale

agences de rating. Ensuite, nous avons procédé au calcul d'un score de gouvernance en se basant sur une méthode non paramétrique à savoir la méthode d'enveloppement des données (DEA). De même, nous avons cherché à identifier les déterminants de la bonne gouvernance par la technique des régressions multiples en utilisant d'abord la méthode des moindres carrés ordinaires puis ensuite celle des systèmes d'équation simultanées. Deuxièmement, cette recherche est d'autant plus originale qu'elle mobilise des techniques peu utilisées dans le monde de la recherche en finance. En effet, si celles-ci ont été largement usitées dans d'autres domaines, encore peu de travaux en finance manient les techniques d'analyse factorielle et d'enveloppement des données. Ces méthodologies, si elles tendent à se développer, peuvent s'avérer très utiles pour décrire et expliquer les pratiques de gouvernance.

Sur le plan pratique et bien que l'intérêt professionnel des résultats des recherches positives ait pu parfois être discuté, cette recherche intéressera sur le plan pratique plusieurs types d'acteurs pour plusieurs raisons. Tout d'abord, une meilleure compréhension des standards de notation utilisés par les agences de rating en matière de gouvernance donne aux utilisateurs les moyens de mieux interpréter les systèmes de gouvernance et permet donc de mieux apprécier les changements au sein des structures de gouvernance. Ensuite, s'agissant des bonnes pratiques de gouvernance, notre recherche permettra d'apporter aux entreprises les conditions d'une bonne gouvernance en cohérence avec les méthodologies de notation employées par les agences de notation et les codes de bonnes conduites en matière de gouvernance. En d'autres termes, cette recherche permettra de montrer l'importance de la qualité de la gouvernance dans l'évaluation des actions de l'entreprise. Au total, notre recherche permettra d'apporter une amélioration des pratiques de gouvernance actuellement utilisées par l'entreprise (fonctionnement du conseil d'administration, processus d'audit, transparence de l'information, structure de propriété, politique de rémunération...).

Conclusion générale

Malgré la rigueur du choix méthodologique associé à la démarche positive et à l'instar des travaux empiriques antérieurs s'inscrivant dans le cadre de la gouvernance, les principales limites de cette recherche sont pour l'essentiel liées au caractère simplificateur de nos hypothèses. Ainsi, aussi bien la mesure des variables de gouvernance et de performance que des variables de contrôle, pourraient faire l'objet de critiques.

S'agissant de l'étude comparative des méthodologies de notation utilisées par les agences de rating en matière de gouvernance, nous n'avons pas pris en compte du poids de chaque thème. Ainsi, une pondération des thèmes permet de mieux analyser les points de convergence et de divergence entre les différents thèmes.

Plusieurs méthodes existent pour calculer les scores de gouvernance, nous en avons choisi une, celle qui selon nous était l'une des plus adaptées du point de vue théorique et contextuel mais aussi compte tenu des possibilités offertes par les données de gouvernance et de performance disponibles.

Enfin, la taille de notre échantillon nous a permis de mener d'une façon satisfaisante nos études empiriques. Cependant, il faut rester prudent sur la généralisation et la robustesse de nos résultats.

A l'issue de ce travail, plusieurs développements ultérieurs peuvent être envisagés. L'un d'entre eux pourrait consister en un élargissement de notre échantillon. Nous avons essayé dans ce travail de cerner au mieux l'effet de la structure de gouvernance sur la performance des entreprises françaises. Cependant, notre travail serait enrichi en menant une étude sur des entreprises appartenant à différents pays afin de tenir compte de l'hétérogénéité des systèmes de gouvernance.

Une autre perspective pourrait résider dans la détermination du score de gouvernance. En effet, la détermination du score de gouvernance à travers le fonctionnement du conseil d'administration, la structure de propriété et les caractéristiques du dirigeant aurait pu être

Conclusion générale

plus complète si nous avons tenu compte de la protection des actionnaires à travers la prise en compte des provisions.

Enfin, une troisième voie de recherche consisterait à étudier l'impact de la bonne gouvernance sur le prix des actions. Il s'agit plus précisément d'étudier les facteurs qui expliquent l'intérêt des investisseurs vis-à-vis de la bonne gouvernance.

En effet, il reste encore beaucoup de progrès à faire pour identifier, notamment en France, « existe-t-il une bonne gouvernance et est ce qu'elle est bien perçue par les investisseurs institutionnels? ».

Bibliographie

Abbott, L., & Parker, S., 2000, "Auditor selection and audit committee characteristics. Auditing", *A Journal of Practice and Theory*, Vol.19, n°2, pp 47-66.

Adams, R.B., Hermalin, Weisbach, M.S., 2008, "The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey", *working paper*, at <http://ssrn.com/abstract=1299212>.

Adams, R.B., & Mehran, H., 2005, "Corporate Performance, Board Structure and its Determinants in the Banking Industry", *Moscow Meetings – SSRN*.

Agrawal, A., & Knoeber, C.R., 1996, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31, pp 377-397.

Agrawal, A., & Knoeber, C.R., 2001, "Do Some Outside Directors Play a Political Role?", *Journal of Law and Economics*, Vol.44, pp 179-198.

Agrawal, A., & Chadha, S., 2005, "Corporate governance and accounting scandals", *Journal of Law and Economics*, Vol.48, pp 371-406.

Ahn, T., Charnes, A., & Cooper, W., 1978, "Some statistical and DEA evaluations of relative efficiencies of public and private institutions of higher learning", *Socio-Economic Planning Sciences*, Vol.22, pp 259-269.

Alves, C., & Mendes V., 2004, "Corporate Governance Policy and Company Performance: The Portuguese Case", *Corporate Governance: An International Review*, Vol.12, pp 290-301.

Anderson, R., & Bizjak, M., 2000, "An Empirical Examination of the Role of the CEO and the Compensation Committee in Structuring Executive Pay", *Journal of Banking & Finance*, Vol.27, pp 1323-1348.

Bibliographie

- Anderson, R., Mansi, S., & Reeb D., 2004, "Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.37, pp 315-342.
- Andjelkovic, A., Boyle, G.W., & McNoe, W., 2000, "Executive compensation without public disclosure: Evidence from the New Zealand transition period", Working Paper, University of Otago.
- Andres, P. D., Azofra, V., & Lopez, F., 2005, "Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning, and effectiveness", *Corporate Governance: An International Review*, Vol.13, pp 197-210.
- Aman, H., & Nguyen, P., 2006, "Corporate Governance and Stock Performance of Japanese Firms", *Available at SSR*.
- Archambeault D.S., & Dezoort, F.T., 2001, "Auditor opinion shopping and the audit committee: An analysis of suspicious switches", *International Journal of Auditing*, Vol.5, pp 33-52.
- Arcot S., & Bruno B., 2005, "One size does not fit after all, Evidence from corporate governance" *Working paper, SSRN*.
- Ashbaugh, H., Collins, D.W., & LaFond, R., 2005, "Corporate governance and the cost of equity capital", *Working Paper, The University of Iowa*.
- Baek, J.S., Kang, J.K., & Park, K.S., 2004, "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol.71, pp 265-313.
- Bai, C.E., Liu. Q., Song, F.M., & Zhang J., 2003, "Corporate governance and markets valuation in china", *Working Paper, SSRN*.
- Baliga, B., Moyer R.C., & Rao R.S., 1996, "CEO duality and firm performance: What's the fuss?" *Strategic Management Journal*, Vol.17, pp 41-43.

Bibliographie

- Baseley, M.S., Carcello, J.V., & Hermanson, D.R., Lapedes, P.D., 2000, “fraudulent financial reporting: Consideration of industry traits and corporate governance mechanism’s”, *Accounting Horizons*, Vol.14, pp 441-454.
- Bauer, R., Nadja, G., & Roger, O., 2004, “Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance.” *Journal of Asset Management*, Vol.5, pp 91-104.
- Bebchuk, L., 1999, “A rent-protection theory of corporate ownership and control”, *working paper, Harvard University*.
- Bebchuk, L., & Fried J., 2004, “Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation”, *Harvard University Press*.
- Bebchuk, L., & Cohen, A., 2004, “The costs of entrenched boards”, *Working Paper, Harvard Law School*.
- Bebchuk, M.A., law, & Fried, F.M., 2003, “Executive Compensation as an Agency Problem”, *NBER Working Paper No. 9813, National Bureau of Economic Research. Cambridge, Massachusetts*.
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A., 2004, “What matters in corporate governance?”, *Working Paper, Harvard Law School*.
- Bedard, J., Chtourou, S., & Courteau L., 2004, “The Effect of Audit Committee Expertise, Independence and Activity on Aggressive Earnings Management”, *A Journal of Practice & theory*, Vol.23, pp 115-132.
- Beiner, S., Drobetz W., Schmid M., Zimmermann H., 2006, “An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation”, *European Financial Management*, Vol.12, pp 249- 283.
- Berle, A., & Means, G., 1932, “The Modern Corporation and Private Property”, *New York, Macmillan*.

Bibliographie

- Bhagat, S., & Black, B., 2000, "Board independence and long-term firm performance", *working paper, University of Colorado*.
- Bhagat, S., & Black, B., 2002, "The non-correlation between board independence and long-term firm performance", *Journal of Corporation Law*, Vol.27, pp 231-274.
- Bhagat, S., Black, B., & Blair, M., 2004, "Relational Investing And Firm Performance", *Journal of Financial Research*, Vol.27, pp 1-30.
- Bhagat, S., and Bolton, B., 2008, "Corporate Governance and Firm Performance", *Journal of Corporate Finance*, Vol.14, pp 257-273.
- Bird, R.C., Moyer, & R.S., R., 1996, "CEO duality and firm performance: What's the fuss?", *Strategic Management Journal*, Vol.17, pp 41-43.
- Black, B., 1990, "Shareholder passivity reexamined", *Michigan Law Review*, Vol.89, pp 520-60.
- Black, B., 2001, "The corporate governance behavior and market value of Russian firms", *Emerging Markets Review*, Vol.2, pp 89-108.
- Black, B., 2001. "Does corporate governance matter? A crude test using Russian data", *University of Pennsylvania Law Review*.
- Black, B., Jang, H., & Kim, W., 2003, "Does corporate governance affect firm value? Evidence from Koreans Stanford Law School", *jam Olin Program in Law and Economics, working paper no. 237*.
- Black, B.S., Jang, H., & Kim W., 2006, "Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea", *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol.22, pp 366-413.
- Black, B.S., Love, I., & Rachinsky, A., 2006, "Corporate Governance and Firms' Market Values'. Time Series Evidence from Russia", *Emerging Markets Review*, Vol.7, pp 361-379.

Bibliographie

- Black B., Jang H., & Kim W., 2006, “Does Corporate Governance Affect Firms’ Market Values? Evidence from Korea”, *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol.22, pp 366-413.
- Black, B., Jang H., & Kim W., 2006b, “Predicting Firms’ Corporate Governance Choices: Evidence from Korea”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.12, pp 660-691.
- Black, B., Jang, H., Kim, W., & Park, K., 2007, “Does Corporate Governance Predict Firms’ Market Values: Time-Series Evidence from Korea”, *working paper, SSRN*.
- Black, B.S., and Kim, W., 2008, “The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Approach Using Korean Data”, *McCombs Research Paper No. FIN-02-07* (<http://ssrn.com/paper=968287>).
- Bradley, N., 2004, “Corporate Governance Scoring and the Link Between Corporate Governance and Performance Indicators: in search of the Holy Grail”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol.12, pp 8-10.
- Brick, L.E., Palia, D., & Wang, C.J., 2005, “Simultaneous Estimation of CEO Compensation, Leverage, and Board Characteristics on Firm Value”, (AFA 2006 Boston), available at SSRN.
- Brickley, J.A., Lease, R C., and Smith CW., 1988, “Ownership Structure and Voting on Anti-takeover amendments”, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp 267-291.
- Brickley, J.A., Coles, J.L., & Jarrell, G., 1997, “Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the Board”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.3, pp 189-220.
- Bonn, T.Y., & Phan, PH., 2004, “Effects of Board Structure on Firm Performance: A Comparison Between Japan and Australia- Asian”, *Business & Management*, Vol.3, pp 105-125.
- Boone, A.L., Field, L.C., Karpoff, J.M., and Raheja C.G., 2007, “The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol.85, pp 66-101.

Bibliographie

- Booth, J.R., Cornett M.M., & Tehranian, H., 2002, "Boards of directors, ownership, and regulation", *Journal of Banking and Finance*, Vol.26, pp 1973-1996.
- Bostelman, J.T., 2004, "The Sarbanes-oxley Deskbook. New York", NY: *Practicing Law Institute*.
- Brookman, J., & Thistle P.D, 2007, "CEO Tenure, the Risk of Termination and Firm Value", working paper, University of Nevada, Las Vegas.
- Bouton, D., 2002, "Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées", rapport du groupe de travail présidé par D. Bouton, MEDEF, AFEP-AGREF, septembre.
- Bowen, R., Rajgopal, S., and Venkatachalam, M., 2004, "Accounting discretion, corporate governance and firm performance", *Working Paper, University of Washington*.
- Brown, L.D., & Caylor, L.M., 2004, "Corporate governance and firm Performance" *Georgia State University working paper*.
- Burns, N., Kedia, S., 2006, "The impact of performance-based compensation on misreporting", *Journal of Financial Economics*, Vol.79, pp 35-67.
- Burton, P., 2000, "Antecedents and Consequences of Corporate Governance Structures", *Corporate Governance: An International Review*, Vol.8, pp 194-203.
- Byrd, J.W., Hickman, K.A., 1992, "Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids", *Journal of Financial Economics*, Vol.32, pp 195-221.
- Caby, J., et Hirigoyen, G., 2000, "La création de valeur de l'entreprise", *Economica*.
- Cadbury, D., 1992, "Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance", *Gee Publishing, London*.
- Callahan, W.T., Millar, J.A., & Schulman C., 2003, "An analysis of the effect of management participation in director selection on the long-term performance of the firm", *Journal of Corporate Finance*, Vol.9, pp169-181.

Bibliographie

- Campos. C.E., Newell. R.E., Wilson G., 2002, “Corporate governance develops in emerging markets”, *McKinsey on Finance*, Vol.3, pp 15-18.
- Carcello, J.V., Neal, T.L., Palmrose, Zoe-Vonna & Scholz, S., 2006, “CEO Involvement in Selecting Board Members and Audit Committee Effectiveness”, *Available at SSRN*.
- Carapeto, M., Lasfer, M., & Machera, K., 2005, “Does Duality Destroy Value”, *Cass Business School Research Paper Available at SSRN*.
- Chaganti, R., & Damanpour, F., 1991, “Institutional ownership, capital structure and firm performance”, *Strategic Management Journal*, Vol.12, pp 479-491.
- Chang, S.J, 2003, “Ownership structure, expropriation, and performance of group affiliated companies in Korea”, *Academy of Management Journal*, Vol.46, pp 238-253.
- Charreaux, G., 1997a, “Vers une théorie du gouvernement des entreprises”, *Le Gouvernement des Entreprises*, Charreaux G. (éd.), coll. Recherche en Gestion, Economica, pp 421-469.
- Charreaux, G., 1997b, “Mode de contrôle des dirigeants et performance des firmes”, *Le Gouvernement des Entreprises*, Charreaux G. (éd.), coll. Recherche en Gestion, Economica, pp 17-54.
- Charreaux, G., 1997c, “Conseil d’administration et pouvoirs dans l’entreprise”, *Le Gouvernement des Entreprises*, Charreaux G. (éd.), coll. Recherche en Gestion, Economica, pp 141-164.
- Charreaux, G., 1999, “La théorie positive de l’agence : lectures et relectures”, *De nouvelles théories pour gérer l’entreprise au XXI e siècle*, Koenig G. (coord.), Economica, pp 61-141.
- Charreaux, G., 2003, “Le gouvernement d’entreprise”, *Encyclopédie des ressources humaines*, J. Allouche (coord.), *Vuibert*, pp 628-640.
- Charreaux, G., Desbrières P., 1998, “Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale”, *Finance Contrôle Stratégie*, juin 1998, vol.1, pp 57-88.

Bibliographie

- Charreaux, G., Pitol-Belin, J.P., 1985, “La théorie contractuelle des organisations: une application au conseil d'administration”, *Economies et Sociétés, Sciences de Gestion*, Vol.19, pp 149-181.
- Charreaux, G., Pitol-Belin, J.P., 1989, “Images et réalités du conseil d’administration”, *Revue Française de Gestion*, n°74, pp 51-61.
- Charreaux, G., Pitol-Belin, J.P., 1997, “La théorie contractuelle des organisations: une application au conseil d’administration”, Le Gouvernement des Entreprises Charreaux G. (éd.), coll. Recherche en Gestion, *Economica*, pp 163-192.
- Charreaux, G. et Schatt A., 2006, “La recherche française en gouvernance d’entreprise : un panorama”, *Banque & Marchés*, n°82, pp 7-23.
- Chatelin, C., Trebucq, S., 2003, “Stabilité et Evolution du cadre conceptuel en Gouvernance d'Entreprise : un essai de synthèse”, *Communication pour les neuvièmes journées d'histoire de la comptabilité et du management, CREFIGE- Université Paris-Dauphine*.
- Chen, J., 2005, “The Investigation of the Relationship among Analyst Following, Managerial Ownership and Firm Valuation: From the Perspective of Agency Theory”, *Journal of Social Sciences*, Vol.1, pp 9-15.
- Chen, C.R., Guo, W., & Mande, V., 2003, “Managerial ownership and firm valuation: Evidence from Japanese firms Pacific-Basin”, *Finance Journal*, Vol.11, pp 267-283.
- Chert, R.M., & Kang, S.U.H., & Praveen, Kumar, 2002, “Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence”, *Management Science*, Vol.48, pp 453-69.
- Cho, M., H., 1998, “Ownership structure, investment, and the corporate values empirical analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol.47, pp 103-121.

Bibliographie

- Choi, J.J., Park, S. W., & Yoo, S.S., 2007, “The value of outside directors: Evidence from corporate governance reform in Korea”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.42, pp 941-962.
- Choi, S., & Hasan, I., 2005, “Ownership, Governance, and Bank Performance: Korean Experience”, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol.14, pp 215-242.
- Claessens, S., & Djankov, S., 1998, “Managers, incentives and corporate performance: Evidence from the Czech Republic’s”, *working paper, World Bank Claessens*.
- Coles, J.W., McWilliams, V.B., & Nilanjan, S., 2001, “An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance”, *Elsevier Journal of Management*, Vol.27, pp 23-50.
- Coles, J.L., Daniel, N.D., & Naveen, L., 2008, “Boards: Does One Size Fit All”, *Journal of Financial Economics*, Vol.87, pp 329-356.
- Coles, J.L., Michael, L., Lemmon, & J., Felix, Meschke, 2007, “Structural Models and Endogeneity in Corporate Finance: The Link Between Managerial Ownership and Corporate Performance”, *working paper, at <http://ssrn.com/abstract=432510>*.
- Core, J.E., & D.F., Larcker, 2002, “Performance consequences of mandatory increases in executive stock ownership”, *Journal of Financial Economics*, Vol.64, pp 317-340.
- Core, J., W., Guay, & Rusticus, T., 2004, “Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and analysts’ expectations”, *Working Paper, University of Pennsylvania*.
- Cornett, M.M., & H., Tehranian, 2002, “Boards of directors, ownership, and regulation”, *Journal of Banking and Finance*, Vol.26, pp 1973-1996.
- Conyon, M J., & Murphy, K J., 2000, “The Prince and the Pauper? CEO Pay in the United States and United Kingdom”, *Economic Journal*, Vol.110, pp 640-671.

Bibliographie

- Cremers, K.J., M., & Nair, V.B., 2005, "Governance Mechanisms and Equity Prices", *The Journal of Finance*, Vol.60, pp 2859-2894.
- Dahya, J., and John J., & McConnell, J.J., 2007, "Board Composition, Corporate Performance, and the Cadbury Committee Recommendation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.42, pp 535-564.
- Dahya, J., Orlin, Dimitrov, & McConnell, J.J., 2007, "Dominant Shareholders, Corporate Boards, and Corporate Value: A Cross-Country Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol.42, pp 535-564.
- Daily, C.M., & Dalton, D.R., 1994, "Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure", *Academy of Management Journal*, Vol.37, pp 1603-1617.
- Davies, J. R., Hillier, D., & Mccolgan, P., 2005, "Ownership structure, managerial behavior and corporate value", *Journal of Corporate Finance*, Vol.11, pp 645-660.
- Davila, A., & Fernando, 2004, "Corporate Governance and the Weighting of performance Measures in CEO Compensation", *Working Paper n°556, IESE Business School, University of Navarra*.
- De Andres, P., Azofra, V., & Lopez, F., 2005, "Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness", *Corporate Governance: An International Review*, Vol.13, pp 197-210.
- Dedman, E., 2000, "An investigation into the determinants of UK board structure before and after Cadbury", *Corporate Governance: An International Review*, Vol.84, pp 133-153.
- Del Guercio, D., & Hawkins, J., 1997, "The motivation and impact of pension fund activist's", *working paper, University of Oregon, Lundquist College of Business*.
- Demsetz, H., 1983, "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, Vol.25, pp 375-390.

Bibliographie

- Demsetz, H., & Lehn, K., 1985, "The structure of corporate ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, Vol.93, pp 1155-1177.
- Demsetz, H., & Villalonga, B., 2001, "Ownership structure and corporate performance", *Journal of Corporate Finance*, Vol.7, pp 209-233.
- Denis, D.J., & begin, A., 1999, "Ownership and board structures in publicly traded corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol.52, pp 187- 223.
- Denis, D.K., & McConnell, J.J., 2003, "International Corporate Governance", *ECGI -Working Paper n°05*.
- Doidge, C, Karolyi G. A, & Stulz R, 2005, "Why do countries matter so much for corporate?", *working paper, Ohio State University*.
- Donaldson, L., Davis, J.H., 1991, "Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns", *Australian Journal of Management*, Vol.16, pp 49-64.
- Drobetz, W., Schillhofer, A., and Zimmermann, H., 2003, "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany" *Working paper, University of Basel*.
- Durnev, A., and Kim E., 2005, "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation", *Journal of Finance*, Vol.60, pp 1461–93.
- Edwards, M., & Clough, R., 2005, "Corporate Governance and Performance: An Exploration of the Connection in a Public Sector context", *University of Canberra Eisenberg*,
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M.T., 1998, "Larger board size and decreasing firm value in small firms", *Journal of Financial Economics*, Vol.48, pp 35-54.
- Elayan F A, Lau J S. & Meyer T .2001 Executive Incentive Compensation Schemes and Their Impact on Corporate Performance: Evidence from New Zealand", *Since Legal Disclosure Requirements became Effective*.

Bibliographie

- Erickson, J., Yun, W., Park, J.R., & Shin, H.H., 2005, "Board Composition and Firm Value under Concentrated Ownership: The Canadian Evidence", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.13, pp 387-410.
- Faccio, M., & Lang, H. P., 2000, "Separation of Ownership from Control: An Analysis of Ultimate Ownership in Western Europe," *The Chinese University of Hong Kong*.
- Faccio, M., & Lang, L.H.P., 2002, "The ultimate ownership of Western European corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol.65, pp 365-395.
- Faleye, O., 2007, "Does one hat fit all? The case of corporate leadership structure", *Journal of Management & Governance*, Vol.11, pp 239-259.
- Fama, E.F., & Jensen, M.C., 1983, "Agency problems and residual claims", *Journal of Law and Economics*, Vol.26, pp 327-349.
- Fan, J.P.H., & Wong, T.J., 2002, "The corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asian's", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.33, pp 401-26.
- Farinha, J., 2003, "Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.30, pp 1173-1209.
- Fitch Ratings, 2004, "Evaluating Corporate Governance: The Bondholders' Perspective", *Credit Policy Special Report*, New York.
- FTSE-ISS, 2004, "Measuring the Impact of Corporate Governance on Global Portfolios", *Corporate Governance Rating and Index Series*.
- Florou, A., 2001, "Trends and developments in top management teams: Evidence from UK panel data", *Working paper, London Business School*.
- Franks, J., Mayer, C., & Renneboog, L., 2001, "Who disciplines management in poorly performing companies", *Journal of Financial Intermediation*, Vol.10, pp 209-248.

Bibliographie

- Frey, B.S., 2003, "Corporate Governance: What can we learn from Public governance?", Annual Conference of the Association of German-speaking, University Teachers in Business Economics at CLEF (Comparative Law and Economics Forum), Zurich and Berkeley, *University of California, Berkeley*.
- Garg, A. K., 2007, "Influence of board size and independence on firm performance: A study of Indian companies", *Vikalpa*, Vol.32, pp39-60.
- Ghosh, S., 2006, "Do board characteristics affect corporate performance? Firm-level evidence for India", *Applied Economics Letters*, Vol.13, pp 435-443.
- Gillan, S.L., Jay, C., Hartzell, and Laura, T., Starks, 2006, "Tradeoffs in Corporate Governance: Evidence from Board Structures and Charter Provisions", *working paper*, at <http://ssrn.com/abstract=917544>.
- Guest, Paul M., 2009, "The impact of the board size on firm performance: evidence from the U.K", *European Journal of Finance*, Vol.15, pp 385-404.
- Ghosh, S., 2006, "Do board characteristics affect corporate performance? Firm-level evidence for India", *Applied Economics Letters*, Vol.13, pp 435-443.
- Godard, L., 1998, " Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance", *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.1, pp 39-61.
- Godard, L., 2001, "La taille du conseil d'administration: déterminants et impact sur la performance", *Cahier du FARGO n° 1010702*.
- Godard, L., et Schatt, A., 2000, "Faut-il limiter le cumul des fonctions dans les conseils d'administration ? ", *La Revue du Financier*, Vol.127, pp 36-47.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A., 2003, "Corporate governance and equity prices", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.118, pp 107-155.
- Graves, S., 1988, "Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry", *Academy of Management Journal*, Vol.31, pp 417-428.

Bibliographie

- Harris, M., & Raviv, A., 2008, "A Theory of Board Control and Size", *Review of Financial Studies*, vol.21, pp 1797-1832.
- Heracleous, L., 2001, "What is the Impact of Corporate Governance on Organizational Performance?", *Corporate Governance: An International Review*, Vol.9, pp 165-173.
- Hermalin, B., & Weisbach, M., 1991, "The effects of board composition and direct incentives on firm performance", *Financial Management*, Vol.20, pp 101-112.
- Hermalin, B., & Weisbach, M., 1998, "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO", *American Economic Review*, Vol.88, pp 96-118.
- Hermalin, B., & Weisbach, M., 2003, "Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", *Economic Policy Review*, Vol.9, pp 7-26.
- Hirigoyen, G., et Caby, J., 1998, "Histoire de la valeur en finance d'entreprise", *Actes des XIVèmes journées nationales des IAE, Nantes, Tome 1 Valeur, marché et organisation, Presses académiques de l'Ouest*.
- Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G., & Palia, D., 1999, "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance", *Journal of Financial Economics*, Vol.53, pp 353-384.
- Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G., and Love, I., 2002, "Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital", *working paper*, at <http://ssrn.com/abstract=303969>.
- Holderness, C.G., 2003, "A Survey of Blockholders and Corporate Control", *Economic Policy Review*, Vol.9, pp 51-63.
- Jang, K., & Kwon, S.Y., 2002, "Ownership structure and earnings Informativeness: Evidence from Korea", *The International Journal of Accounting*, Vol.37, pp301-325.
- Jennings, W., 2004, "Further evidence on institutional ownership and corporate value U.S", *Air Force Academy - Department of Management, SSRN*.

Bibliographie

- Jensen, M.C., 1993, "The modern industrial revolution, exit the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, Vol.48, pp 831-880.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp 305-360.
- Joh, S.K., 2003, "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea Before the Economic Crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol.68, pp 287-322.
- Kiel, G.C., & Nicholson, G.J., 2003, "Board Composition and Corporate Performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance", *Corporate Governance: An International Review*, Vol.11, pp 189–205.
- Kim, K.A., Kitsabunnarat, P., & Nofsinger, J.R., 2004, "Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms", *Journal of Corporate Finance*, Vol.10, pp 355-381.
- Khiari, W., Karaa, A., & Omri, A, 2007, "La gouvernance d'entreprise efficiente : une approche indicielle par la méthode de la frontière stochastique", *Colloque AFFI*, juin, Bordeaux.
- Klein A., 1998, "Firm Performance and Board Committee Structure", *Journal of Law and Economics*, Vol.41, pp 275-303.
- Klein, A., 2002, "Audit committee, board of director characteristics, and earnings management", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.33, pp 375-400.
- Klein, P., & Shapiro, D., & Young, J., 2004, "Board Independence and the family owned firm", *Canadian Investment review*, Vol.17, pp 8-13.
- Krivogorsky, V., 2006, "Ownership, board structure, and performance in continental Europe", *The international journal of accounting*, Vol.41, pp 176-197.
- La Porta, R., Lopez-deSilanes, F., and Shleifer, A., 1999, "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, Vol.54, pp 471-517.

Bibliographie

- La Porta, R., Lopez-deSilanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R.W., 2002, "Investor protection and corporate valuation", *Journal of Finance*, Vol.54, pp 1147-1170.
- Larcker, D., Richardson, S., & Tuna, I., 2004, "How important is corporate governance?" *Working Paper, University of Pennsylvania*.
- Lazarides, T., Drimpetas, E., & Dimitrios, K., 2009, "Ownership Structure in Greece: Impact of Corporate Governance", *Journal of Corporate Governance*, Vol.8, pp 75-90.
- Leblanc, R., & Gillies, J., 2004, "Improving Board Decision-Making: An Inside View Alternatives Beyond Imagination", *Company Directors Conference, Port Douglas, Queensland, AICD*.
- Leblanc, R., & Gillies, J., 2005, "Inside the Boardroom: How boards really work and the coming revolution in corporate governance", *Mississauga: John Wiley and Sons Canada, Ltd*.
- Lee, T., & Yeh, Y., 2004, "Corporate governance and financial distress: Evidence from Taiwan", *Corporate Governance: The International Review*, Vol.12, pp 378-388.
- Lee, C.I., Rosenstein, S., Rangan, N., & Davidson, W.N., 1992, "Board composition and shareholder wealth: the case of management buyouts", *Financial Management*, Vol.21, pp 58-72.
- Lehn, K., Sukesh, P., and Mingxin, Z., 2003, "Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards, 1935-2000", working paper, <http://ssrn.com/abstract=470675>.
- Lehn, K., Sukesh, P., and Mingxin, Z., 2007, "Governance Indices and Causation: Which Causes Which?", *Journal of Corporate Finance*, Vol.13, pp 907-928.
- Linck, J., Netter, J., & Yang, T., 2006, "A large sample study on board changes and determinants of board structure", *Working Paper, University of Georgia*.
- Linck, J., Netter, J., & Yang, T., 2007, "The Determinants of Board Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.87, pp 30-328.

Bibliographie

- Lins, Karl V., 2003, "Equity ownership and firm value in emerging markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, pp 159-184.
- Omri, A., 2003, "système de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes", *Revue française de gestion*, Vol.29, pp 85-100.
- Mak, Y.T., & Kusnadi, Y., 2005, "Size really matters: further evidence on the negative relationship between board size and firm value," *Working Paper, Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.13, pp 301–318.
- Martin, M., 1997, "Administration et gestion des flux d'étudiants dans l'enseignement supérieur", *Institut International de Planification de l'Education, UNESCO, Paris*.
- McConnell J.J., & N.G., Travlos, 2002, "The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover", *Journal of Finance*, Vol.57, pp 461-483.
- Mckinsey & Company, 2002, "Global Investor Opinion Survey: Key Findings", *London*, (<http://www.mckinsey.com/governance>).
- MEDEF, 2003, "Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées", *MEDEF, AFEP*, octobre.
- Miguel, A., Pindado, J., & Torre, C. 2001, "Ownership structure and firm value: New evidence from the Spanish corporate governance system", *working paper*.
- Minguez-Vera, A., & Martin-Ugedo, J.F., 2007, "Does ownership structure affect value? A panel data analysis for the Spanish market", *International Review of Financial Analysis*, Vol.16, pp 81– 98.
- Mishra, C., & McConaughy, D., 1999, "Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt", *Entrepreneurship Theory and Practice*. Vol.23, pp 53-64.
- Moerland, P.W., 1995, "Alternative Disciplinary Mechanisms in Different Corporate Systems", *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol.26, pp 17-34.

Bibliographie

- Moody's, 2003, "U.S. and Canadian Corporate Governance Assessment", *Rating Methodology*, July.
- Moody's, 1997, "La notation Moody's", *mode d'emploi*.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R.W., 1988, "Management Ownership and Market Valuation", *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp 293-315.
- Nabar, S., Kim, Y., & Heninger, W., G 2006, "Earnings misstatements, restatements, and corporate governance", *working paper*.
- Oxelheim, L., and Trond, R., 2003, "The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value", *Journal of Banking and Finance*, Vol.27, pp 2369-2392.
- OCDE, 1997, "Examen thématique des premières années de l'enseignement supérieur : rapport comparatif", *Direction de l'éducation, de l'emploi, du travail et des affaires sociales, comité de l'éducation*.
- Patrick S. MCGURN., 2002, "Keeping Score: Rating Governance in the Post-Enron World" *The Corporate Governance Advisor*, Vol.10, pp 27-29.
- Paul, M., Healy, K., and Palepu, G., 2003, "The Fall of Enron", *Journal of Economics Perspectives*, Vol.17, pp 3-26.
- Rerolle, JF., 2003, "Ne tirez pas sur les agences de rating !", *Banque et Stratégie*, n°203, avril.
- Sherman, H., 2004, "Corporate Governance Ratings", *Corporate Governance: An International Review*, Vol.12, pp 5-7.
- Rogers, P., Dami, A.T, Ribeiro, K.C., & De Sousa, A.F., 2007, "Corporate Governance and Ownership Structure in Brazil: Causes and Consequences", *Journal of Corporate Ownership & Control*, Vol.5, pp 21-30.
- Shivdasani, A., & Yermack, D., 1999, "CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, Vol.54, pp 1829-1853.

Bibliographie

Shleifer, A., and Vishny, R., 1986, "Large shareholders and corporation control", *Journal of Political Economy*, Vol.94, pp461-488.

Shleifer, A., & Vishny, R.W., 1989, "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments," *Journal of Financial Economics*, Vol.25, pp 123-139.

Schmid, M.M., & Zimmermann, H., 2008, "Should chairman and CEO be separated? Leadership structure and firm performance in Switzerland", *Leadership Structure*, Vol.60, pp 182-204.

Schmid, M., 2003, "Managerial Incentives and Firm Valuation Evidence from Switzerland", *University of Basel Department of Finance, Working Paper n°8*.

Sonnenfeld, J.A., 2002, "What Makes Great Boards Great", *Harvard Business Review*, Vol.80, pp 106-113.

Standard & Poor's, 2001, "*Corporate Governance Services: Criteria, Methodology and Definitions*", McGraw Hill Companies Inc. (www.governance.standardandpoors.com).

Standard & Poor's, 2004, "Standard & Poor's Corporate Governance Scores and Evaluations: Criteria, Methodology and Definitions", *Standard & Poor's Governance Services*, New York.

Standard & Poor's, 2002, "Corporate governance scores –frequently asked questions".

Stulz, R.M., 1988, "Managerial control of voting rights", *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp 25-59.

Stulz, R.M., 2005, "The Limits of Financial Globalization", *The Journal of Finance*, Vol.60, pp 1595-1638.

Sundgren, S., & M.T., Wells, 1998, "Larger board size and decreasing firm value in small firms", *Journal of Financial Economics*, Vol.48, pp 35-54.

Vafaes, N., & Theodorou, E., 1998, "The Relationship between Board Structure and Firm Performance in the UK", *British Accounting Review*, Vol.30, pp 383-407.

Viénot M., 1995, "Le conseil d'administration des sociétés cotées", *CNPF, AFEP*.

Bibliographie

- Viénot, M., 1999, “Rapport du comité sur le gouvernement d’entreprise présidé par M. Marc Viénot”, *MEDEF, AFEP*, juillet.
- Wang, J. L., Jeng, V., & Peng, J. L., 2007, “The impact of corporate governance structure on the efficiency performance of insurance companies in Taiwan”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance: Issues and Practice*, Vol.32, pp 264-282.
- Weir, C., D., Laing, & P., McKnight, 2002, “Internal and external governance mechanisms: Their impact on the performance of large UK public companies”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.19, pp 579-611.
- Weir, C., David L., and Phillip, J., McKnight, 2003, “An Empirical Analysis of the Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Performance of UK Firms”, *working paper*, at <http://ssrn.com/abstract=286440>.
- Welch, E., 2003, “The Relationship between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies”, *Australian Journal of Management*, Vol.28, pp 287-305.
- Westphal, J.D., 2002, “Second Thoughts on Board Independence: Why Do So Many Demand Board Independence When It Does So Little Good?”, *The Corporate Board*, Vol.23, pp 6-10.
- Wintoki, M., Babajide, 2007, “Endogeneity and the Dynamics of Corporate Governance”, *working paper*, at <http://ssrn.com/abstract=970986>.
- Wirtz, P., 2002, “Politique de financement et gouvernement d’entreprise”, *Economica*.
- Wirtz, P., 2005, “Meilleures pratiques’ de gouvernance et création de valeur : une appréciation critique des codes de bonne conduite”, *Comptabilité Contrôle Audit*, Vol.1, pp 141-159.
- Wirtz, P., 2006, “Les meilleures pratiques de gouvernance d’entreprise”, *La Découverte*.
- Woidtke, T., 2002, “Agents watching agents?: evidence from pension fund ownership and firm value”, *Journal of Financial Economics*, Vol.63, pp 99–131.

Bibliographie

Yeh, Y.H., and Woidtke, T., 2005, “Commitment or Entrenchment? Controlling Shareholders and Board Composition”, *Journal of Banking and Finance*, Vol.29, pp 1857-1885.

Yermack, D., 1996, “Higher market valuation of companies with small board of directors”, *Journal of Financial Economics*, Vol.40, pp 185–211.

Xie, B., Dayidson, Wallace, N., & DaDalt, Peter, J., 2001, “Earnings Management and Corporate Governance: The Roles of the Board and the Audit Committee”, *working paper, SSRN*.

Annexes

Annexe 1: Liste des entreprises de notre échantillon

| | | |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p> Accor Air France Air Liquide Alcatel Alstom SA Alten Altran Technologies Areva Assystem Atos Origin Bains Mer Monaco Beneteau BIC Boiron SA Bolloré Bonduelle Bongrain Bourbon Bouygues SA Bricorama Bull Business Objects SA Camaieu Canal + Cap Gemini SA Carbone - Lorraine Carrefour Casino Guichard Cegedim Cegid Group Chargeurs SA Ciments Français Clarins Club Méditerranée SA Cnim CA Dassault Systèmes SA Devoteam SA Eads Eiffage Eramet Essilor International Esso Euro Disney SCA Eurofins Scientific AG Exel Industries </p> | <p> Faurecia FFP Fimalac France Telecom Gaumont Generale De Sante GFI Informatique Gifi GL Trade Groupe Crit Groupe Danone Groupe Open SA Groupe Partouche SA Groupe Steria SCA Guyenne & Gascogne SA Havas SA Hermes International High Co Ilog SA Imerys Ingenico Ipsos SA Jcdecaux SA Kaufman Et Broad L'Oréal Lafarge SA Lagardère Groupe LDC Lectra Linedata Services Lisi LVMH M6-Metropole TV Manitou Manutan International SA Michelin Montupet Neopost SA Nicox SA Norbert dentressangle NRJ Group Pierre Et Vacances PPR SA Provimi SA Publicis Groupe SA </p> | <p> Oberthur Technologies SA Pernod-Ricard Peugeot SA Pharmagest Interactive Radiall SA Rallye Remy Cointreau Renault SA Rexel Rhodia Rodriguez Group Safran SA Saint Gobain Sanofi- Aventis Schneider Electric SA SEB SA Seche Environnement SII SODEXO Soitec Sopra Group Spir Communication Stmicroelectronics Suez Technip Teleperformance Tessi SA TF1 Thales SA Thomson Total SA Trigano Ubisoft Entertainment SA Valeo SA Vallourec Vicat SA Vilmorin & CIE Vinci SA Virbac Vivendi Inc Wavecom Zodiac SA </p> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

Annexe 2 : définitions des variables

| Critères | Descriptions | Agence(s) |
|--------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|
| Droits des actionnaires externes : | | |
| 1. Principe une action égal un droit de vote | – Respect du principe par la société. Il s’agit de préciser si l’entreprise alloue des droits de vote double aux détenteurs d’actions nominatives. (quantitatif) (variable binaire 0 et 1) | S&P et GMI |
| 2. Ordre du jour des assemblées | – Participation et disposition de l’ordre du jour avant l’assemblée. Il s’agit de préciser avant combien de jours, les investisseurs reçoivent l’ordre du jour. Informations sur les résolutions mises au vote. | S&P, Fitch et GMI |
| 3. Droit de proposition des actionnaires | – Droit d’ajouter des propositions et de participation aux réunions. | S&P et ISS |
| 4. Traitement équitable des actionnaires | – Traitement équitable des actionnaires lors d’une opération comme par exemple lors d’une augmentation de capital, les droits préférentiels de souscription... | S&P, Moody’s et GMI |
| 5. Modalités de votes | – Méthodes et procédures de votes (date, seuil de détention...). Les actionnaires peuvent voter par procuration et aussi par moyens électroniques. Il s’agit de préciser les modalités offertes par l’entreprise en matière de vote (vote par correspondance, par procuration...). Les procédures utilisées pour informer les actionnaires des réunions générales devraient prévoir l’égalité d’accès de tous les actionnaires et s’assurer que les actionnaires ont de l’information opportune et suffisante. Informations sur la date de l’assemblée générale et des réunions. Communication de la date et du lieu des réunions. (qualitatif) | S&P, Moody’s, Fitch et GMI |
| 6. La défense contre l’OPA | – Existe-t-il un diapositif anti OPA (pilules empoisonnées) : L’inclusion des dispositions légales qui pourraient aider à protéger les intérêts des obligataires sur une fusion de type limitation des droits de vote, autorisations d’émettre des actions en période d’OPA. | S&P, Moody’s, ISS, Fitch et GMI |
| 7. Elections des membres du conseil | – Participation des actionnaires dans les élections des membres du conseil d’administrations ainsi que les procédures mises en place en matière d’élection (critères). | S&P, Moody’s et Fitch |
| 8. Vote cumulatif | – Il s’agit de préciser si la société utilise ou non un système de vote pondéré destiné à élire plusieurs candidats. (quantitatif) | S&P et ISS |
| 9. La transparence de la structure de propriété | – Informations sur la structure de la propriété de la compagnie. La structure de propriété de l’entreprise devrait être transparente | S&P, Moody’s, Fitch, ISS et GMI |
| 10. Vote par mail | – Les actionnaires ont-ils la possibilité de voter par mail ou non. (quantitatif) (variable binaire 0 et 1) | S&P |
| Conseil d’administration : | | |
| 11. Indépendance du conseil | – Le degré de respect de la définition d’indépendance adoptée par la société. Ce critère est en liaison avec 12. Il s’agit de préciser les critères utilisés par l’entreprise pour considérer un administrateur comme indépendant. | |
| 12. Les administrateurs externes | – Nombre des administrateurs externes dans le conseil d’administration. Il s’agit de préciser les administrateurs externes indépendants. L’entreprise donne une définition des administrateurs indépendants ou non. | |
| 13. Taille du conseil | – Nombre d’administrateurs dans le conseil. | S&P, Moody’s, Fitch, ISS et GMI |
| 14. Composition du conseil | – Nombres d’administrateurs indépendants dans le conseil d’administration. Il s’agit de la fraction des administrateurs indépendants dans le conseil. | S&P, Moody’s, Fitch, ISS et GMI |

Annexes

| | | |
|--------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|
| 15. Missions du conseil | – Informations sur les missions et les activités du conseil dans l’entreprise. Le conseil doit remplir un certain nombre de missions comme par exemple définition de la stratégie de l’entreprise, désignation des mandataires sociaux, contrôler la gestion de l’entreprise... | S&P, Moody’s, Fitch, ISS et GMI |
| 16. Changements dans la taille | – Informations s’il y a des changements dans la taille du conseil. | ISS |
| 17. Comité de gouvernance | – Existence du comité de gouvernance au sein du conseil. (quantitatif) (variable binaire 0 et 1). | ISS et GMI |
| 18. Comité stratégique | – Existence du comité stratégique. (quantitatif) (variable binaire 0 et 1). | S&P |
| 19. Comité de nomination | – Existence du comité de nomination. (quantitatif) (variable binaire 0 et 1). | S&P, ISS, Fitch et GMI |
| 20. Séparation des fonctions du PDG et des dirigeants | – Dissociation entre les fonctions du directeur général et du président du conseil. | ISS et Fitch |
| 21. Réunions du conseil d’administration | – Nombre des réunions du conseil par an. | Moody’s, ISS et Fitch |
| 22. Taux de présence | – Taux de participation des administrateurs aux réunions du conseil. | |
| 23. Election des administrateurs | – Procédures d’élection des administrateurs dans le conseil. | Moody’s et Fitch |
| 24. Règlement intérieur | – Existence et respect d’un code d’éthique. | ISS, Moody’s et Fitch |
| 25. Age de retraite | – Informations sur l’âge de retraite des administrateurs. | ISS |
| 26. Durée des mandats | – La durée du mandat de chaque administrateur. | ISS |
| 27. Niveau d’éducation des administrateurs | – Informations sur le niveau de diplôme des administrateurs (Maîtrise, Master, Ingénieur...). | ISS |
| 28. Expérience des administrateurs | – Les expériences des administrateurs dans le cadre de son poste. | ISS |
| <u>Processus d’audit et qualité de l’information financière :</u> | | |
| 29. La qualité et le contenu de l’information publique divulguée | – L’information devrait être clairement articulée et accomplis à un niveau élevé. Le choix des normes comptables devrait être fait clairement. Informations sur les pratiques de gouvernance d’entreprise appliquées par la firme. (qualitatif) | S&P, Moody’s, Fitch et GMI |
| 30. Le temps et l’accès à la divulgation de l’information | – Des rapports doivent être introduits à l’heure. Les règlements, les statuts et les articles de la compagnie devraient être clairement articulés et aisément accessible à tous les actionnaires. Toute l’information publiquement divulguée devrait être disponible et librement accessible à la communauté et aux actionnaires. (qualitatif) | S&P et GMI |
| 31. Comité d’audit | – Existence du comité d’audit dans l’entreprise. | S&P, Moody’s, Fitch, ISS et GMI |
| 32. Taille du comité | – Nombre des membres dans le comité d’audit. | S&P, Moody’s, ISS, Fitch et GMI |
| 33. Réunions du comité | – Nombre des réunions du comité d’audit. | Fitch et Moody’s |
| 34. Indépendance du comité | – Nombre des membres indépendants dans le comité d’audit | S&P, Moody’s, Fitch et GMI |
| 35. Election des auditeurs | – Informations sur l’élection des auditeurs. | S&P et ISS |
| 36. Missions du comité | – Informations sur les activités et les missions du comité d’audit dans le conseil : examen des comptes, vérification des procédures de contrôle internes, relations avec les commissaires aux comptes. (qualitatif) | S&P, Moody’s, ISS et Fitch |
| <u>Conflits d’intérêt et les transactions entre les parties :</u> | | |

| | | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|
| 37. Conflits d'intérêt | – Dégager les conflits significatifs du directeur, les conflits d'intérêt exécutifs et comment ces conflits sont contrôlés. Il s'agit d'évaluer les procédures mises en place pour contrôler les conflits entre les actionnaires et les dirigeants d'une part, et entre les dirigeants et les créanciers, d'autre part. | Moody's |
| 38. La présence des mécanismes | – La présence des mécanismes ou des politiques qui s'assurent que les transactions sont négociées correctement, avec le prix indiqué et qu'elles atteignent un objectif économique viable. | Fitch et GMI |
| 39. Le but des transactions | – Indiquer le but et les motivations fondamentaux derrière la transaction. | Fitch |
| 40. Le rôle du conseil dans les transactions | – Le rôle du conseil dans l'approbation des transactions entre les parties. | Fitch |
| <u>Les intérêts des employés et relations avec l'environnement social :</u> | | |
| 41. Environnement social | – Informations sur la politique environnementale de l'entreprise et sa responsabilité sociale. (par exemple la société cherche à stabiliser son environnement par une structuration institutionnelle des relations qu'elle entretient avec certaines parties prenantes, plus l'environnement est instable, plus le dirigeant essaie de multiplier ses contacts afin de capturer des informations capitales). | GMI |
| 42. Intérêts des employés | – Précisions sur les droits des employés et les questions de sûreté dans l'entreprise. | GMI |
| <u>Politique de rémunération et convergence des intérêts actionnaires-dirigeants :</u> | | |
| 43. Comité de rémunération | – Existence du comité de rémunération. | S&P, Moody's, Fitch, ISS et GMI |
| 44. Politique de rémunération des administrateurs et des directeurs | – La politique de rémunération des directeurs, la discussion des structures encourageantes et leur impact possible sur les incitations exécutifs de risque qui semble poser des dangers à long terme aux intérêts d'actionnaires et aux intérêts des créanciers. Critères de fixation de la part fixe et de la part variable. | S&P, Moody's, Fitch, ISS et GMI |
| 45. Plan de succession | – La planification de la succession exécutive. | ISS, Moody's et Fitch |
| 46. Dilution du stock option | – Préciser si l'entreprise maintient un niveau de dilution remarquable du stock option ou pas. | ISS |
| 47. Fraction détenue par le dirigeant | – Fraction détenue par le dirigeant. | S&P et Moody's |
| 48. Fraction détenue par les investisseurs institutionnels | – Fraction détenue par les investisseurs institutionnels. | S&P et Moody's |
| 49. Fraction détenue par les administrateurs | – Fraction détenue par les administrateurs. | S&P et Moody's |
| 50. Fraction détenue par les administrateurs externes | – Fraction détenue par les administrateurs externes. | S&P et Moody's |
| 51. L'influence de la structure de propriété | – L'influence de la structure de propriété sur la taille du conseil d'administration (par exemple la taille du conseil est plus faible dans les entreprises à caractère familial et plus importante dans les sociétés managériales). | S&P, Moody's et GMI |

Sources: FITCH RATINGS. (2004), "Evaluating Corporate Governance: The Bondholders' Perspective", Credit Policy Special Report, New York. MOODY'S, Rating Methodology. (2003), "U.S. and Canadian Corporate Governance Assessment", July. STANDARD & POOR'S, 2004, Standard & Poor's Corporate Governance Scores and Evaluations: Criteria, Methodology and Definitions, Standard & Poor's Governance Services, New York. FTSE ISS Corporate Governance Rating and Index Series. (2004)- Measuring the Impact of Corporate Governance on Global Portfolios. www.gmiratings.com.

Annexes 3**Group Statistics**

| | GROUPE | N | Mean | Std. Deviation | Std. Error Mean |
|----------|--------|-----|-------|----------------|-----------------|
| TAILLE | 1 | 272 | 10,34 | 3,958 | ,240 |
| | 2 | 269 | 8,90 | 3,975 | ,242 |
| INDEP | 1 | 222 | ,445 | ,1832 | ,0123 |
| | 2 | 211 | ,432 | ,2151 | ,0148 |
| REUNI | 1 | 199 | 6,27 | 2,471 | ,175 |
| | 2 | 206 | 6,34 | 2,595 | ,181 |
| PRESENCE | 1 | 174 | ,846 | ,0871 | ,0066 |
| | 2 | 177 | ,866 | ,0838 | ,0063 |
| COM_AUD | 1 | 199 | 3,11 | 1,550 | ,110 |
| | 2 | 204 | 2,63 | 1,392 | ,097 |
| IND_AUD | 1 | 174 | ,608 | ,3372 | ,0256 |
| | 2 | 181 | ,580 | ,3750 | ,0279 |
| REU_AUD | 1 | 192 | 3,41 | 2,102 | ,152 |
| | 2 | 192 | 3,52 | 2,595 | ,187 |
| COM_NOM | 1 | 182 | 2,53 | 1,700 | ,126 |
| | 2 | 168 | 2,28 | 1,627 | ,125 |
| IND_NOM | 1 | 159 | ,4375 | ,32729 | ,02596 |
| | 2 | 152 | ,4832 | ,39090 | ,03171 |
| REU_NOM | 1 | 161 | 2,30 | 1,930 | ,152 |
| | 2 | 166 | 2,05 | 1,900 | ,147 |
| COM_REM | 1 | 58 | 2,86 | 1,235 | ,162 |
| | 2 | 70 | 2,64 | 1,064 | ,127 |
| IND_REM | 1 | 46 | ,587 | ,3113 | ,0459 |
| | 2 | 46 | ,574 | ,3489 | ,0514 |
| REU_REM | 1 | 50 | 2,10 | 1,403 | ,198 |
| | 2 | 54 | 2,24 | 1,790 | ,244 |

Annexes

Independent Samples Test

| | | Levene's Test for Equality of Variances | | t-test for Equality of Means | | | | | | |
|----------|-----------------------------|-----------------------------------------|------|------------------------------|---------|-----------------|-----------------|-----------------------|-------------------------------------------|--------|
| | | F | Sig. | t | df | Sig. (2-tailed) | Mean Difference | Std. Error Difference | 95% Confidence Interval of the Difference | |
| | | | | | | | | | Upper | Lower |
| TAILLE | Equal variances assumed | ,109 | ,741 | 4,218 | 539 | ,000 | 1,439 | ,341 | ,769 | 2,109 |
| | Equal variances not assumed | | | 4,218 | 538,872 | ,000 | 1,439 | ,341 | ,769 | 2,109 |
| INDEP | Equal variances assumed | 3,881 | ,049 | ,680 | 431 | ,497 | ,0130 | ,0192 | -,0246 | ,0507 |
| | Equal variances not assumed | | | ,678 | 412,930 | ,498 | ,0130 | ,0192 | -,0248 | ,0509 |
| REUNI | Equal variances assumed | ,934 | ,334 | -,311 | 403 | ,756 | -,078 | ,252 | -,574 | ,417 |
| | Equal variances not assumed | | | -,311 | 402,917 | ,756 | -,078 | ,252 | -,573 | ,417 |
| PRESENCE | Equal variances assumed | ,043 | ,836 | -2,214 | 349 | ,027 | -,0202 | ,0091 | -,0381 | -,0023 |
| | Equal variances not assumed | | | -2,214 | 347,917 | ,028 | -,0202 | ,0091 | -,0381 | -,0023 |
| COM_AUD | Equal variances assumed | ,182 | ,670 | 3,260 | 401 | ,001 | ,478 | ,147 | ,190 | ,767 |
| | Equal variances not assumed | | | 3,256 | 394,174 | ,001 | ,478 | ,147 | ,189 | ,767 |
| IND_AUD | Equal variances assumed | 5,036 | ,025 | ,722 | 353 | ,471 | ,0274 | ,0379 | -,0472 | ,1019 |
| | Equal variances not assumed | | | ,724 | 351,449 | ,470 | ,0274 | ,0378 | -,0470 | ,1017 |

Annexes

| | | | | | | | | | | |
|---------|-----------------------------|-------|------|--------|---------|------|---------|--------|---------|--------|
| REU_AUD | Equal variances assumed | 2,630 | ,106 | -,454 | 382 | ,650 | -,109 | ,241 | -,583 | ,365 |
| | Equal variances not assumed | | | -,454 | 366,258 | ,650 | -,109 | ,241 | -,583 | ,365 |
| COM_NOM | Equal variances assumed | ,018 | ,893 | 1,390 | 348 | ,165 | ,248 | ,178 | -,103 | ,598 |
| | Equal variances not assumed | | | 1,393 | 347,553 | ,165 | ,248 | ,178 | -,102 | ,598 |
| IND_NOM | Equal variances assumed | 3,773 | ,053 | -1,119 | 309 | ,264 | -,04567 | ,04081 | -,12598 | ,03463 |
| | Equal variances not assumed | | | -1,115 | 294,709 | ,266 | -,04567 | ,04098 | -,12632 | ,03497 |
| REU_NOM | Equal variances assumed | 1,505 | ,221 | 1,180 | 325 | ,239 | ,250 | ,212 | -,167 | ,667 |
| | Equal variances not assumed | | | 1,180 | 324,310 | ,239 | ,250 | ,212 | -,167 | ,667 |
| COM_REM | Equal variances assumed | ,090 | ,765 | 1,079 | 126 | ,283 | ,219 | ,203 | -,183 | ,621 |
| | Equal variances not assumed | | | 1,064 | 113,274 | ,290 | ,219 | ,206 | -,189 | ,627 |
| IND_REM | Equal variances assumed | ,900 | ,345 | ,186 | 90 | ,853 | ,0128 | ,0689 | -,1241 | ,1498 |
| | Equal variances not assumed | | | ,186 | 88,852 | ,853 | ,0128 | ,0689 | -,1242 | ,1498 |
| REU_REM | Equal variances assumed | 2,419 | ,123 | -,444 | 102 | ,658 | -,141 | ,317 | -,770 | ,488 |
| | Equal variances not assumed | | | -,448 | 99,356 | ,655 | -,141 | ,314 | -,764 | ,483 |

Annexes

Group Statistics

| | GROUPE | N | Mean | Std. Deviation | Std. Error Mean |
|----------|--------|-----|--------|----------------|-----------------|
| CONCENT | 1 | 176 | ,81929 | ,250313 | ,018868 |
| | 2 | 192 | ,76604 | ,263430 | ,019011 |
| INV_INST | 1 | 176 | ,2084 | ,15027 | ,01133 |
| | 2 | 192 | ,2135 | ,14670 | ,01059 |
| SALARIE | 1 | 176 | ,02313 | ,037392 | ,002819 |
| | 2 | 192 | ,01175 | ,028262 | ,002040 |
| PUBLIC | 1 | 176 | ,39 | ,265 | ,020 |
| | 2 | 192 | ,43 | ,220 | ,016 |

Annexes

Independent Samples Test

| | | Levene's Test for Equality of Variances | | t-test for Equality of Means | | | | | | |
|----------|-----------------------------|-----------------------------------------|------|------------------------------|---------|-----------------|-----------------|-----------------------|-------------------------------------------|---------|
| | | F | Sig. | t | Df | Sig. (2-tailed) | Mean Difference | Std. Error Difference | 95% Confidence Interval of the Difference | |
| | | | | | | | | | Upper | Lower |
| CONCENT | Equal variances assumed | 5,482 | ,020 | 1,984 | 366 | ,048 | ,053247 | ,026845 | ,000457 | ,106036 |
| | Equal variances not assumed | | | 1,988 | 365,522 | ,048 | ,053247 | ,026785 | ,000574 | ,105919 |
| INV_INST | Equal variances assumed | 11,451 | ,001 | -,327 | 366 | ,744 | -,00506 | ,01549 | -,03552 | ,02539 |
| | Equal variances not assumed | | | -,327 | 361,525 | ,744 | -,00506 | ,01550 | -,03555 | ,02543 |
| SALARIE | Equal variances assumed | 17,289 | ,000 | 3,310 | 366 | ,001 | ,011379 | ,003438 | ,004618 | ,018139 |
| | Equal variances not assumed | | | 3,271 | 324,697 | ,001 | ,011379 | ,003479 | ,004534 | ,018223 |
| PUBLIC | Equal variances assumed | 15,174 | ,000 | -1,428 | 366 | ,154 | -,036 | ,025 | -,086 | ,014 |
| | Equal variances not assumed | | | -1,417 | 341,291 | ,157 | -,036 | ,025 | -,086 | ,014 |

Annexes

Group Statistics

| | GROUPE | N | Mean | Std. Deviation | Std. Error Mean |
|---------|--------|----|------------|----------------|-----------------|
| AGE | 1 | 76 | 56,76 | 8,624 | ,989 |
| | 2 | 85 | 55,73 | 7,580 | ,822 |
| ANCIENN | 1 | 76 | 16,22 | 10,855 | 1,245 |
| | 2 | 85 | 18,69 | 9,585 | 1,040 |
| NIVEAU | 1 | 76 | 3,88 | ,848 | ,097 |
| | 2 | 85 | 4,28 | ,868 | ,094 |
| REMUN | 1 | 76 | 1309234,67 | 907432,889 | 104089,691 |
| | 2 | 85 | 1464600,22 | 919523,931 | 99736,374 |

Independent Samples Test

| | | Levene's Test for Equality of Variances | | t-test for Equality of Means | | | | | | |
|-----------|-----------------------------|-----------------------------------------|-------|------------------------------|---------|-----------------|-----------------|-----------------------|-------------------------------------------|------------|
| | | F | Sig. | t | Df | Sig. (2-tailed) | Mean Difference | Std. Error Difference | 95% Confidence Interval of the Difference | |
| | | Lower | Upper | Lower | Upper | Lower | Upper | Lower | Upper | Lower |
| AGE | Equal variances assumed | 2,855 | ,093 | ,809 | 159 | ,419 | 1,034 | 1,277 | -1,488 | 3,556 |
| | Equal variances not assumed | | | ,804 | 150,352 | ,423 | 1,034 | 1,286 | -1,508 | 3,575 |
| ANCIENN | Equal variances assumed | 2,913 | ,090 | -1,534 | 159 | ,127 | -2,470 | 1,611 | -5,652 | ,711 |
| | Equal variances not assumed | | | -1,523 | 150,653 | ,130 | -2,470 | 1,622 | -5,676 | ,735 |
| FORMATION | Equal variances assumed | 3,615 | ,059 | -2,957 | 159 | ,004 | -,401 | ,136 | -,668 | -,133 |
| | Equal variances not assumed | | | -2,961 | 157,725 | ,004 | -,401 | ,135 | -,668 | -,133 |
| REMUN | Equal variances assumed | ,010 | ,919 | -1,077 | 159 | ,283 | -155365,552 | 144267,033 | -440292,39 | 129561,292 |
| | Equal variances not assumed | | | -1,078 | 157,443 | ,283 | -155365,552 | 144159,662 | -440101,93 | 129370,833 |

Annexes

Group Statistics

| GROUPE | | N | Mean | Std. Deviation | Std. Error Mean |
|------------------|---|-----|-----------------------|-----------------------|----------------------|
| ENDETT | 1 | 274 | ,172424796 78710 | ,119383417687 044 | ,007212216 020201 |
| | 2 | 275 | ,128876412 37252 | ,117456382405 449 | ,007082886 357661 |
| MTB (croissance) | 1 | 267 | 1,6724 | 1,29336 | ,07915 |
| | 2 | 273 | 3,3046 | 1,86311 | ,11276 |
| SIZE | 1 | 274 | 21,9743366 2683315 | 1,74991140597 7516 | ,105716014 172149 |
| | 2 | 275 | 20,9628959 0732700 | 1,75954800844 2452 | ,106104737 174922 |

Annexes

Independent Samples Test

| | | Levene's Test for Equality of Variances | | t-test for Equality of Means | | | | | | |
|------------------|-----------------------------|-----------------------------------------|------|------------------------------|---------|-----------------|-----------------|-----------------------|-------------------------------------------|------------|
| | | F | Sig. | t | df | Sig. (2-tailed) | Mean Difference | Std. Error Difference | 95% Confidence Interval of the Difference | |
| | | | | | | | | | Upper | Lower |
| ENDETT | Equal variances assumed | ,480 | ,489 | 4,308 | 547 | ,000 | ,0435483844 | ,0101082773 | ,023692591 | ,063404177 |
| | Equal variances not assumed | | | 4,308 | 546,783 | ,000 | ,0435483844 | ,0101085775 | ,023691983 | ,063404784 |
| MTB (croissance) | Equal variances assumed | 35,556 | ,000 | -11,802 | 538 | ,000 | -1,63222 | ,13830 | -1,90390 | -1,36053 |
| | Equal variances not assumed | | | -11,848 | 485,543 | ,000 | -1,63222 | ,13777 | -1,90291 | -1,36152 |
| SIZE | Equal variances assumed | 1,555 | ,213 | 6,753 | 547 | ,000 | 1,011440719 | ,1497816429 | ,717223094 | 1,30565834 |
| | Equal variances not assumed | | | 6,753 | 546,998 | ,000 | 1,011440719 | ,1497801418 | ,717226040 | 1,30565539 |

Variables Entered/Removed(b)

| Model | Variables Entered | Variables Removed | Method |
|-------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|--------|
| 1 | MTB (croissance), IND_NOM, CUMUL, PRESENCE, COM_REM, ENDETT, REUNI, TAILLE, IND_REM, INDEP, REU_REM, COM_AUD, REU_NOM, REU_AUD, COM_NOM, IND_AUD, SIZE(a) | . | Enter |

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Q tobin

Model Summary

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | ,726(a) | ,527 | ,512 | ,545946615051 468 |

a Predictors: (Constant), MTB (croissance), IND_NOM, CUMUL, PRESENCE, COM_REM, ENDETT, REUNI, TAILLE, IND_REM, INDEP, REU_REM, COM_AUD, REU_NOM, REU_AUD, COM_NOM, IND_AUD, SIZE

ANOVA(b)

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|--------|---------|
| 1 | Regression | 176,273 | 17 | 10,369 | 34,789 | ,000(a) |
| | Residual | 158,269 | 531 | ,298 | | |
| | Total | 334,542 | 548 | | | |

a Predictors: (Constant), MTB (croissance), IND_NOM, CUMUL, PRESENCE, COM_REM, ENDETT, REUNI, TAILLE, IND_REM, INDEP, REU_REM, COM_AUD, REU_NOM, REU_AUD, COM_NOM, IND_AUD, SIZE

b Dependent Variable: Q tobin

Annexes

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | T | Sig. |
|-------|------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | ,568 | ,696 | | ,815 | ,423 |
| | TAILLE | -,004 | ,013 | -,040 | -,283 | ,779 |
| | CUMUL | ,060 | ,090 | ,078 | ,669 | ,509 |
| | INDEP | ,653 | ,317 | ,298 | 2,057 | ,050 |
| | REUNI | ,011 | ,019 | ,088 | ,558 | ,582 |
| | PRESENCE | 1,103 | ,518 | ,207 | 2,130 | ,063 |
| | COM_AUD | ,031 | ,042 | ,116 | ,745 | ,463 |
| | IND_AUD | -,028 | ,177 | -,025 | -,160 | ,874 |
| | REU_AUD | ,017 | ,022 | ,140 | ,801 | ,431 |
| | COM_NOM | -,061 | ,029 | -,291 | -2,098 | ,056 |
| | IND_NOM | -,122 | ,212 | -,112 | -,576 | ,570 |
| | REU_NOM | -,012 | ,022 | -,061 | -,566 | ,576 |
| | COM_REM | ,020 | ,040 | ,071 | ,496 | ,624 |
| | IND_REM | -,062 | ,159 | -,056 | -,392 | ,698 |
| | REU_REM | -,026 | ,028 | -,128 | -,910 | ,372 |
| | SIZE | -,036 | ,032 | -,167 | -1,129 | ,270 |
| | ENDETT | -1,467 | ,432 | -,397 | -3,399 | ,002 |
| | MTB (croissance) | ,298 | ,037 | ,774 | 7,952 | ,000 |

a Dependent Variable: Q tobin

Variables Entered/Removed(b)

| Model | Variables Entered | Variables Removed | Method |
|-------|-----------------------------------------------------------------------|-------------------|--------|
| 1 | MTB (croissance), SALARIE, CONCENT, ENDETT, INV_INST, SIZE, PUBLIC(a) | . | Enter |

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Q tobin

Model Summary

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | ,703(a) | ,494 | ,488 | ,559175524103 986 |

a Predictors: (Constant), MTB (croissance), SALARIE, CONCENT, ENDETT, INV_INST, SIZE, PUBLIC

Annexes

ANOVA(b)

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|--------|---------|
| 1 | Regression | 165,383 | 7 | 23,626 | 75,561 | ,000(a) |
| | Residual | 169,158 | 541 | ,313 | | |
| | Total | 334,542 | 548 | | | |

a Predictors: (Constant), MTB (croissance), SALARIE, CONCENT, ENDETT, INV_INST, SIZE, PUBLIC

b Dependent Variable: Q tobin

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 1,965 | ,313 | | 6,285 | ,000 |
| | CONCENT | ,268 | ,098 | ,090 | 2,728 | ,007 |
| | INV_INST | ,127 | ,192 | ,022 | ,662 | ,508 |
| | SALARIE | -,981 | ,873 | -,036 | -1,123 | ,262 |
| | PUBLIC | ,255 | ,118 | ,076 | 2,154 | ,062 |
| | SIZE | -,058 | ,015 | -,135 | -3,854 | ,000 |
| | ENDETT | -1,045 | ,216 | -,161 | -4,847 | ,000 |
| | MTB (croissance) | ,273 | ,014 | ,624 | 19,827 | ,000 |

a Dependent Variable: Q tobin

Variables Entered/Removed(b)

| Model | Variables Entered | Variables Removed | Method |
|-------|----------------------------------------------------------------|-------------------|--------|
| 1 | MTB (croissance), REMUN, ENDETT, NIVEAU, AGE, ANCIENN, SIZE(a) | . | Enter |

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Q tobin

Model Summary

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | ,666(a) | ,443 | ,418 | ,774498651435734 |

a Predictors: (Constant), MTB (croissance), REMUN, ENDETT, NIVEAU, AGE, ANCIENN, SIZE

ANOVA(b)

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|--------|---------|
| 1 | Regression | 73,084 | 7 | 10,441 | 17,405 | ,000(a) |
| | Residual | 91,777 | 153 | ,600 | | |
| | Total | 164,861 | 160 | | | |

a Predictors: (Constant), MTB (croissance), REMUN, ENDETT, NIVEAU, AGE, ANCIENN, SIZE

b Dependent Variable: Q tobin

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 1,595 | 1,023 | | 1,559 | ,121 |
| | AGE | -,005 | ,008 | -,040 | -,600 | ,550 |
| | ANCIENN | ,017 | ,007 | ,171 | 2,474 | ,014 |
| | NIVEAU | ,290 | ,078 | ,251 | 3,722 | ,000 |
| | REMUN | 3,76E-008 | ,000 | ,034 | ,500 | ,618 |
| | SIZE | -,070 | ,043 | -,134 | -1,625 | ,106 |
| | ENDETT | -1,308 | ,651 | -,151 | -2,009 | ,046 |
| | MTB (croissance) | ,232 | ,028 | ,504 | 8,239 | ,000 |

a Dependent Variable: Q tobin

Annexes 4

Analyse factorielle

KMO and Bartlett's Test

| | | |
|--------------------------------------------------|--------------------|---------|
| Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy. | | ,772 |
| Bartlett's Test of Sphericity | Approx. Chi-Square | 280,629 |
| | df | 190 |
| | Sig. | ,000 |

Communalities

| | Initial | Extraction |
|---------------|---------|------------|
| Taille du CA | 1,000 | ,704 |
| Dualité | 1,000 | ,659 |
| Indépendance | 1,000 | ,675 |
| Réunions | 1,000 | ,681 |
| Comité Audit | 1,000 | ,653 |
| Indep_Audit | 1,000 | ,702 |
| Réunions_Aud | 1,000 | ,638 |
| Comité_Nom | 1,000 | ,719 |
| indep_Nom | 1,000 | ,692 |
| Réunion_Nom | 1,000 | ,643 |
| Comité_Rém | 1,000 | ,780 |
| Indép-Rem | 1,000 | ,589 |
| Réunions_Rem | 1,000 | ,707 |
| Concentration | 1,000 | ,620 |
| Inves-Inst | 1,000 | ,719 |
| % Salariés | 1,000 | ,744 |
| % Public | 1,000 | ,606 |
| Age | 1,000 | ,762 |
| Ancienneté | 1,000 | ,757 |
| Niveau_Etud | 1,000 | ,775 |

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Total Variance Explained

| Component | Initial Eigenvalues | | | Rotation Sums of Squared Loadings | | |
|-----------|---------------------|---------------|--------------|-----------------------------------|---------------|--------------|
| | Total | % of Variance | Cumulative % | Total | % of Variance | Cumulative % |
| 1 | 4,504 | 23,521 | 23,521 | 4,504 | 23,521 | 23,521 |
| 2 | 1,662 | 10,312 | 33,833 | 1,662 | 10,312 | 33,833 |
| 3 | 1,528 | 8,641 | 42,474 | 1,528 | 8,641 | 42,474 |
| 4 | 1,462 | 8,311 | 50,785 | 1,462 | 8,311 | 50,785 |
| 5 | 1,308 | 6,538 | 57,323 | 1,308 | 6,538 | 57,323 |
| 6 | 1,237 | 6,183 | 63,506 | 1,237 | 6,183 | 63,506 |
| 7 | 1,122 | 5,613 | 69,119 | 1,122 | 5,613 | 69,119 |
| 8 | ,942 | 4,002 | 73,121 | | | |
| 9 | ,818 | 3,089 | 76,210 | | | |
| 10 | ,747 | 2,733 | 78,943 | | | |
| 11 | ,695 | 3,476 | 82,419 | | | |
| 12 | ,599 | 2,595 | 85,014 | | | |
| 13 | ,549 | 2,745 | 87,759 | | | |
| 14 | ,524 | 2,619 | 90,378 | | | |
| 15 | ,501 | 2,104 | 92,382 | | | |
| 16 | ,446 | 1,232 | 93,614 | | | |
| 17 | ,372 | 1,560 | 95,174 | | | |
| 18 | ,352 | 1,462 | 96,636 | | | |
| 19 | ,321 | 1,205 | 97,841 | | | |
| 20 | ,252 | 1,122 | 98,963 | | | |
| 21 | ,153 | 1,037 | 100,000 | | | |

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Rotated Component Matrix (a)

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
|---------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Taille du CA | | | | ,757 | | | |
| Dualité | | | | | | ,685 | |
| Indépendance | | | | | | ,631 | |
| Réunions | | | | | | ,707 | |
| Comité Audit | ,685 | | | | | | |
| Indep_Audit | ,756 | | | | | | |
| Réunions_Aud | ,707 | | | | | | |
| Comité_Nom | ,771 | | | | | | |
| indep_Nom | ,812 | | | | | | |
| Réunion_Nom | ,757 | | | | | | |
| Comité_Rém | | ,800 | | | | | |
| Indép-Rem | | ,734 | | | | | |
| Réunions_Rem | | ,786 | | | | | |
| Concentration | | | | | | | ,601 |
| Inves-Inst | | | ,808 | | | | |
| % Salariés | | | | ,840 | | | |
| % Public | | | ,525 | | | | |
| Age | | | | | ,846 | | |
| Ancienneté | | | | | ,811 | | |
| Niveau_Etud | | | | | | | ,855 |

Extraction Method: Principal Component Analysis.
 Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.
 (a)Rotation converged in 11 iterations.

Reliability Statistics

| Cronbach's Alpha | N of Items |
|------------------|------------|
| ,803 | 6 |

Résultats des régressions par les MCO

Variables Entered/Removed(b)

| Model | Variables Entered | Variables Removed | Method |
|-------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|--------|
| 1 | Taille, REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 6 for analysis 2, REGR factor score 7 for analysis 2, REGR factor score 5 for analysis 2, REGR factor score 8 for analysis 2, REGR factor score 3 for analysis 2, MTB (croissance), Ratio_Endet, REGR factor score 1 for analysis 2, REGR factor score 4 for analysis 2(a) | . | Enter |

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Q tobin

Model Summary

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | ,657(a) | ,431 | ,422 | ,541453759301981 |

a Predictors: (Constant), Taille, REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 6 for analysis 2, REGR factor score 7 for analysis 2, REGR factor score 5 for analysis 2, REGR factor score 8 for analysis 2, REGR factor score 3 for analysis 2, MTB (croissance), Ratio_Endet, REGR factor score 1 for analysis 2, REGR factor score 4 for analysis 2

ANOVA(b)

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|--------|---------|
| 1 | Regression | 144,311 | 11 | 13,119 | 44,749 | ,000(a) |
| | Residual | 190,269 | 649 | ,293 | | |
| | Total | 334,580 | 660 | | | |

a Predictors: (Constant), Taille, REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 6 for analysis 2, REGR factor score 7 for analysis 2, REGR factor score 5 for analysis 2, REGR factor score 8 for analysis 2, REGR factor score 3 for analysis 2, MTB (croissance), Ratio_Endet, REGR factor score 1 for analysis 2, REGR factor score 4 for analysis 2

b Dependent Variable: Q tobini

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|----------------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|-------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 1,564 | ,343 | | 4,555 | ,000 |
| | REGR factor score 1 for analysis | -,015 | ,024 | -,021 | -,628 | ,530 |
| | REGR factor score 2 for analysis | ,037 | ,021 | ,052 | 1,732 | ,084 |
| | REGR factor score 3 for analysis | ,029 | ,022 | ,041 | 1,323 | ,186 |
| | REGR factor score 4 for analysis | -,028 | ,026 | -,039 | -1,074 | ,283 |
| | REGR factor score 5 for analysis | -1,02E-005 | ,021 | ,000 | ,000 | 1,000 |
| | REGR factor score 6 for analysis | -,045 | ,021 | -,063 | -2,123 | ,034 |
| | REGR factor score 7 for analysis | ,061 | ,021 | ,085 | 2,875 | ,004 |
| | MTB (croissance) | ,244 | ,013 | ,596 | 19,528 | ,000 |
| | ENDET | -,822 | ,187 | -,142 | -4,386 | ,000 |
| | SIZE | -,023 | ,016 | -,059 | -1,408 | ,160 |

a Dependent Variable: Q tobini

Annexes 5

Equations simultanés

Equation 1

Model Summary

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | ,656(a) | ,431 | ,422 | ,541388055699487 |

a Predictors: (Constant), REGR factor score 6 for analysis 2, REGR factor score 5 for analysis 2, REGR factor score 4 for analysis 2, REGR factor score 3 for analysis 2, REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 1 for analysis 2, REGR factor score 7 for analysis 2, MTB (croissance), Ratio_Endet, Taille

ANOVA(b)

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|--------|---------|
| 1 | Regression | 144,064 | 10 | 14,406 | 49,152 | ,000(a) |
| | Residual | 190,516 | 650 | ,293 | | |
| | Total | 334,580 | 660 | | | |

a Predictors: (Constant), REGR factor score 6 for analysis 2, REGR factor score 5 for analysis 2, REGR factor score 4 for analysis 2, REGR factor score 3 for analysis 2, REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 1 for analysis 2, REGR factor score 7 for analysis 2, MTB (croissance), Ratio_Endet, Taille

b Dependent Variable: Q tobin

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 1,612 | ,339 | | 4,751 | ,000 |
| | REGR factor score 7 for analysis 2 | ,061 | ,021 | ,085 | 2,868 | ,004 |
| | MTB (croissance) | ,244 | ,012 | ,596 | 19,545 | ,000 |
| | Ratio_Endet | -,827 | ,187 | -,143 | -4,416 | ,000 |
| | Taille | -,025 | ,016 | -,065 | -1,564 | ,118 |
| | REGR factor score 1 for analysis 2 | -,013 | ,024 | -,019 | -,559 | ,576 |
| | REGR factor score 2 for analysis 2 | ,037 | ,021 | ,052 | 1,735 | ,083 |
| | REGR factor score 3 for analysis 2 | ,030 | ,022 | ,042 | 1,358 | ,175 |
| | REGR factor score 4 for analysis 2 | -,025 | ,025 | -,036 | -,993 | ,321 |
| | REGR factor score 5 for analysis 2 | ,000 | ,021 | ,000 | -,009 | ,993 |
| | REGR factor score 6 for analysis 2 | -,045 | ,021 | -,063 | -2,121 | ,034 |

a Dependent Variable: Q tobin

Equation 2

Model Summary

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | ,476(a) | ,227 | ,214 | ,88680073 |

a Predictors: (Constant), Q tobin, REGR factor score 6 for analysis 2, REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 5 for analysis 2, REGR factor score 3 for analysis 2, REGR factor score 8 for analysis 2, REGR factor score 7 for analysis 2, REGR factor score 4 for analysis 2, Ratio_Endet, Taille, MTB (croissance)

ANOVA(b)

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|--------|---------|
| 1 | Regression | 149,616 | 11 | 13,601 | 17,296 | ,000(a) |
| | Residual | 510,384 | 649 | ,786 | | |
| | Total | 660,000 | 660 | | | |

a Predictors: (Constant), Q tobin, REGR factor score 6 for analysis 2, REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 5 for analysis 2, REGR factor score 3 for analysis 2, REGR factor score 8 for analysis 2, REGR factor score 7 for analysis 2, REGR factor score 4 for analysis 2, Ratio_Endet, Taille, MTB (croissance)

b Dependent Variable: REGR factor score 1 for analysis 2

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|---------|------------------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|---------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | -6,676 | ,507 | | -13,156 | ,000 |
| | REGR factor score 2 for analysis 2 | -,009 | ,035 | -,009 | -,245 | ,806 |
| | REGR factor score 3 for analysis 2 | -,081 | ,036 | -,081 | -2,249 | ,025 |
| | REGR factor score 4 for analysis 2 | -,288 | ,040 | -,288 | -7,113 | ,000 |
| | REGR factor score 5 for analysis 2 | ,027 | ,035 | ,027 | ,790 | ,430 |
| | REGR factor score 6 for analysis 2 | -,016 | ,035 | -,016 | -,449 | ,654 |
| | REGR factor score 7 for analysis 2 | ,019 | ,035 | ,019 | ,552 | ,581 |
| | REGR factor score 8 for analysis 2 | -,069 | ,035 | -,069 | -1,975 | ,049 |
| | MTB (croissance) | ,027 | ,026 | ,047 | 1,055 | ,292 |
| | Ratio_Endet | -,460 | ,311 | -,056 | -1,478 | ,140 |
| | Taille | ,315 | ,023 | ,583 | 13,471 | ,000 |
| Q tobin | -,040 | ,064 | -,029 | -,628 | ,530 | |

a Dependent Variable: REGR factor score 1 for analysis 2

Equation 3

Model Summary

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | ,127(a) | ,016 | -,001 | 1,00025276 |

a Predictors: (Constant), REGR factor score 1 for analysis 2, REGR factor score 8 for analysis 2, REGR factor score 7 for analysis 2, REGR factor score 6 for analysis 2, REGR factor score 5 for analysis 2, REGR factor score 4 for analysis 2, REGR factor score 3 for analysis 2, MTB (croissance), Ratio_Endet, Q tobin, Taille

ANOVA(b)

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|------|---------|
| 1 | Regression | 10,672 | 11 | ,970 | ,970 | ,473(a) |
| | Residual | 649,328 | 649 | 1,001 | | |
| | Total | 660,000 | 660 | | | |

a Predictors: (Constant), REGR factor score 1 for analysis 2, REGR factor score 8 for analysis 2, REGR factor score 7 for analysis 2, REGR factor score 6 for analysis 2, REGR factor score 5 for analysis 2, REGR factor score 4 for analysis 2, REGR factor score 3 for analysis 2, MTB (croissance), Ratio_Endet, Q tobin, Taille

b Dependent Variable: REGR factor score 2 for analysis 2

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | -,496 | ,644 | | -,770 | ,442 |
| | REGR factor score 3 for analysis 2 | ,012 | ,041 | ,012 | ,289 | ,773 |
| | REGR factor score 4 for analysis 2 | -,015 | ,047 | -,015 | -,315 | ,753 |
| | REGR factor score 5 for analysis 2 | ,006 | ,039 | ,006 | ,147 | ,883 |
| | REGR factor score 6 for analysis 2 | ,015 | ,039 | ,015 | ,391 | ,696 |
| | REGR factor score 7 for analysis 2 | -,011 | ,039 | -,011 | -,284 | ,776 |
| | REGR factor score 8 for analysis 2 | -,001 | ,040 | -,001 | -,018 | ,986 |
| | MTB (croissance) | -,082 | ,029 | -,142 | -2,833 | ,005 |
| | Ratio_Endet | -,496 | ,351 | -,061 | -1,414 | ,158 |
| | Taille | ,027 | ,030 | ,050 | ,907 | ,365 |
| | Q tobin | ,125 | ,072 | ,089 | 1,732 | ,084 |
| | REGR factor score 1 for analysis 2 | -,011 | ,044 | -,011 | -,245 | ,806 |

a Dependent Variable: REGR factor score 2 for analysis 2

Equation 4

Model Summary

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | ,281(a) | ,079 | ,063 | ,96793963 |

a Predictors: (Constant), REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 1 for analysis 2, REGR factor score 8 for analysis 2, REGR factor score 7 for analysis 2, REGR factor score 6 for analysis 2, REGR factor score 5 for analysis 2, REGR factor score 4 for analysis 2, MTB (croissance), Ratio_Endet, Q tobin, Taille

ANOVA(b)

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|-------|---------|
| 1 | Regression | 51,947 | 11 | 4,722 | 5,040 | ,000(a) |
| | Residual | 608,053 | 649 | ,937 | | |
| | Total | 660,000 | 660 | | | |

a Predictors: (Constant), REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 1 for analysis 2, REGR factor score 8 for analysis 2, REGR factor score 7 for analysis 2, REGR factor score 6 for analysis 2, REGR factor score 5 for analysis 2, REGR factor score 4 for analysis 2, MTB (croissance), Ratio_Endet, Q tobin, Taille

b Dependent Variable: REGR factor score 3 for analysis 2

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | -3,026 | ,612 | | -4,945 | ,000 |
| | REGR factor score 4 for analysis 2 | -,123 | ,046 | -,123 | -2,705 | ,007 |
| | REGR factor score 5 for analysis 2 | ,003 | ,038 | ,003 | ,082 | ,935 |
| | REGR factor score 6 for analysis 2 | -,015 | ,038 | -,015 | -,392 | ,695 |
| | REGR factor score 7 for analysis 2 | ,011 | ,038 | ,011 | ,298 | ,766 |
| | REGR factor score 8 for analysis 2 | -,033 | ,038 | -,033 | -,872 | ,384 |
| | MTB (croissance) | ,049 | ,028 | ,085 | 1,742 | ,082 |
| | Ratio_Endet | 1,419 | ,336 | ,174 | 4,230 | ,000 |
| | Taille | ,119 | ,029 | ,220 | 4,178 | ,000 |
| | Q tobin | ,093 | ,070 | ,066 | 1,323 | ,186 |
| | REGR factor score 1 for analysis 2 | -,096 | ,043 | -,096 | -2,249 | ,025 |
| | REGR factor score 2 for analysis 2 | ,011 | ,038 | ,011 | ,289 | ,773 |

a Dependent Variable: REGR factor score 3 for analysis 2

Equation 5

Model Summary

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | ,569(a) | ,324 | ,312 | ,82937663 |

a Predictors: (Constant), REGR factor score 3 for analysis 2, REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 1 for analysis 2, REGR factor score 8 for analysis 2, REGR factor score 7 for analysis 2, REGR factor score 6 for analysis 2, REGR factor score 5 for analysis 2, Q tobin, Ratio_Endet, Taille, MTB (croissance)

ANOVA(b)

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|--------|---------|
| 1 | Regression | 213,575 | 11 | 19,416 | 28,226 | ,000(a) |
| | Residual | 446,425 | 649 | ,688 | | |
| | Total | 660,000 | 660 | | | |

a Predictors: (Constant), REGR factor score 3 for analysis 2, REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 1 for analysis 2, REGR factor score 8 for analysis 2, REGR factor score 7 for analysis 2, REGR factor score 6 for analysis 2, REGR factor score 5 for analysis 2, Q tobin, Ratio_Endet, Taille, MTB (croissance)

b Dependent Variable: REGR factor score 4 for analysis 2

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|---------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | -7,252 | ,452 | | -16,044 | ,000 |
| | REGR factor score 5 for analysis 2 | ,030 | ,032 | ,030 | ,923 | ,356 |
| | REGR factor score 6 for analysis 2 | -,014 | ,033 | -,014 | -,418 | ,676 |
| | REGR factor score 7 for analysis 2 | ,023 | ,033 | ,023 | ,715 | ,475 |
| | REGR factor score 8 for analysis 2 | -,080 | ,033 | -,080 | -2,447 | ,015 |
| | MTB (croissance) | ,011 | ,024 | ,020 | ,466 | ,641 |
| | Ratio_Endet | -,242 | ,291 | -,030 | -,830 | ,407 |
| | Taille | ,344 | ,021 | ,637 | 16,597 | ,000 |
| | Q tobin | -,065 | ,060 | -,046 | -1,074 | ,283 |
| | REGR factor score 1 for analysis 2 | -,252 | ,035 | -,252 | -7,113 | ,000 |
| | REGR factor score 2 for analysis 2 | -,010 | ,033 | -,010 | -,315 | ,753 |
| | REGR factor score 3 for analysis 2 | -,090 | ,033 | -,090 | -2,705 | ,007 |

a Dependent Variable: REGR factor score 4 for analysis 2

Equation 6

Model Summary

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | ,079(a) | ,006 | -,011 | 1,00528621 |

a Predictors: (Constant), REGR factor score 4 for analysis 2, REGR factor score 3 for analysis 2, REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 1 for analysis 2, REGR factor score 8 for analysis 2, REGR factor score 7 for analysis 2, REGR factor score 6 for analysis 2, MTB (croissance), Ratio_Endet, Q tobin, Taille

ANOVA(b)

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|------|---------|
| 1 | Regression | 4,120 | 11 | ,375 | ,371 | ,967(a) |
| | Residual | 655,880 | 649 | 1,011 | | |
| | Total | 660,000 | 660 | | | |

a Predictors: (Constant), REGR factor score 4 for analysis 2, REGR factor score 3 for analysis 2, REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 1 for analysis 2, REGR factor score 8 for analysis 2, REGR factor score 7 for analysis 2, REGR factor score 6 for analysis 2, MTB (croissance), Ratio_Endet, Q tobin, Taille

b Dependent Variable: REGR factor score 5 for analysis 2

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|-------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 1,054 | ,646 | | 1,632 | ,103 |
| | REGR factor score 6 for analysis 2 | -,001 | ,040 | -,001 | -,020 | ,984 |
| | REGR factor score 7 for analysis 2 | ,000 | ,039 | ,000 | -,009 | ,993 |
| | REGR factor score 8 for analysis 2 | ,009 | ,040 | ,009 | ,232 | ,816 |
| | MTB (croissance) | ,012 | ,029 | ,020 | ,396 | ,692 |
| | Ratio_Endet | ,420 | ,353 | ,052 | 1,190 | ,234 |
| | Taille | -,054 | ,030 | -,099 | -1,791 | ,074 |
| | Q tobin | -3,52E-005 | ,073 | ,000 | ,000 | 1,000 |
| | REGR factor score 1 for analysis 2 | ,035 | ,044 | ,035 | ,790 | ,430 |
| | REGR factor score 2 for analysis 2 | ,006 | ,039 | ,006 | ,147 | ,883 |
| | REGR factor score 3 for analysis 2 | ,003 | ,041 | ,003 | ,082 | ,935 |
| | REGR factor score 4 for analysis 2 | ,044 | ,048 | ,044 | ,923 | ,356 |

a Dependent Variable: REGR factor score 5 for analysis 2

Equation 7

Model Summary

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | ,147(a) | ,021 | ,005 | ,99755245 |

a Predictors: (Constant), REGR factor score 5 for analysis 2, REGR factor score 4 for analysis 2, REGR factor score 3 for analysis 2, REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 1 for analysis 2, REGR factor score 8 for analysis 2, REGR factor score 7 for analysis 2, MTB (croissance), Ratio_Endet, Q tobin, Taille

ANOVA(b)

| Model | | Sum of Squares | Df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|-------|---------|
| 1 | Regression | 14,173 | 11 | 1,288 | 1,295 | ,223(a) |
| | Residual | 645,827 | 649 | ,995 | | |
| | Total | 660,000 | 660 | | | |

a Predictors: (Constant), REGR factor score 5 for analysis 2, REGR factor score 4 for analysis 2, REGR factor score 3 for analysis 2, REGR factor score 2 for analysis 2, REGR factor score 1 for analysis 2, REGR factor score 8 for analysis 2, REGR factor score 7 for analysis 2, MTB (croissance), Ratio_Endet, Q tobin, Taille

b Dependent Variable: REGR factor score 6 for analysis 2

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | -,475 | ,642 | | -,739 | ,460 |
| | REGR factor score 7 for analysis 2 | ,013 | ,039 | ,013 | ,341 | ,733 |
| | REGR factor score 8 for analysis 2 | -,006 | ,039 | -,006 | -,140 | ,888 |
| | MTB (croissance) | ,107 | ,029 | ,185 | 3,716 | ,000 |
| | Ratio_Endet | -,014 | ,351 | -,002 | -,040 | ,968 |
| | Taille | ,021 | ,030 | ,039 | ,706 | ,481 |
| | Q tobin | -,153 | ,072 | -,109 | -2,123 | ,034 |
| | REGR factor score 1 for analysis 2 | -,020 | ,044 | -,020 | -,449 | ,654 |
| | REGR factor score 2 for analysis 2 | ,015 | ,039 | ,015 | ,391 | ,696 |
| | REGR factor score 3 for analysis 2 | -,016 | ,040 | -,016 | -,392 | ,695 |
| | REGR factor score 4 for analysis 2 | -,020 | ,047 | -,020 | -,418 | ,676 |
| | REGR factor score 5 for analysis 2 | -,001 | ,039 | -,001 | -,020 | ,984 |

a Dependent Variable: REGR factor score 6 for analysis 2