

Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants

Hervé ALEXANDRE*

Université de Franche-Comté

Mathieu PAQUEROT

Université de la Rochelle

Correspondance :

Hervé Alexandre
Pôle d'économie et de gestion
2, Bd Gabriel, BP 26611
21066 Dijon Cedex
E-mail : halex@u-bourgogne.fr

Résumé : Dans le cadre théorique du gouvernement d'entreprise, cet article étudie l'efficacité du contrôle exercé par la structure de propriété et le conseil d'administration sur les dirigeants. La confrontation des théories de l'enracinement et de l'agence permet de déterminer les conditions nécessaires à l'efficacité des contrôleurs. La structure de propriété et le conseil d'administration réunissent rarement l'ensemble des conditions. Les tests réalisés avec la méthode du *bootstrap* corroborent les hypothèses de la théorie de l'enracinement et rejettent en partie les arguments de la théorie de l'agence.

Mots clés : gouvernement d'entreprise – théorie de l'agence – théorie de l'enracinement – structure de propriété – conseil d'administration.

Abstract : In the theoretical framework of corporate governance this article studies the efficiency of the control exerted by the ownership structure and the board of directors on managers. The confrontation of entrenchment theory and agency theory allows to determine the necessary conditions of the controller's efficiency. The ownership structure and the board of directors rarely unite all these conditions. Tests realized with the bootstrap method corroborate the entrenchment theory hypotheses and reject partially the arguments of agency theory.

Key words : corporate governance – agency theory – entrenchment theory – ownership Structure – board of directors.

* Les auteurs sont respectivement Professeur à l'Université de Franche-Comté et Maître de Conférences à l'Université de La Rochelle. Ils sont rattachés pour le premier au Curege et au Latec (Crego) et, pour le second, au Latec (Crego).

Le gouvernement d'entreprise est actuellement au centre des débats. Les enjeux sont importants : il s'agit de produire de la confiance et de permettre aux différents intervenants, notamment les investisseurs financiers ou institutionnels, d'obtenir les moyens d'exercer un véritable contrôle sur la gestion de leurs actifs. La France doit être capable de fournir rapidement aux investisseurs étrangers les mêmes conditions que celles qu'ils peuvent obtenir ailleurs et, en particulier, aux États-Unis ou en Angleterre. L'accès à l'information, les protections et les recours offerts doivent être équivalents à ceux des autres pays. Dans le cas contraire, les investisseurs internationaux et parfois même nationaux se tourneront vers les marchés qui leur offrent les meilleures conditions et les meilleures garanties. Les systèmes de contrôle des entreprises sont directement concernés par ces débats. Dans cet article, il est proposé d'étudier les conditions nécessaires à leur efficacité, liées en particulier à la structure de propriété et au conseil d'administration. Nous tentons d'expliquer pourquoi ces deux éléments ne constituent pas nécessairement des systèmes de contrôle efficaces. L'intégration des apports de la théorie de l'enracinement permet notamment de mieux comprendre les limites des systèmes de contrôle étudiés.

La première partie de l'article présente les apports de la théorie de l'enracinement à la compréhension du fonctionnement des systèmes de contrôle. La partie suivante permet de confronter les hypothèses issues d'une part, de la théorie de l'agence et d'autre part, de la théorie de l'enracinement. Enfin, dans une troisième partie, sont présentés la méthodologie utilisée, notamment la technique du *bootstrap*, ainsi que les résultats des tests empiriques qui permettent d'évaluer la validité des concepts théoriques.

1. L'efficacité des systèmes de contrôle de la gestion des dirigeants : les apports de la théorie de l'enracinement

L'analyse des systèmes de contrôle de la gestion des dirigeants est essentielle à la compréhension du fonctionnement des organisations et à

l'amélioration de leurs performances. Dans cette perspective, la théorie du gouvernement d'entreprise soulève un certain nombre d'interrogations et apporte parfois des réponses concernant la gestion des entreprises et les relations qu'elles entretiennent avec leurs différents partenaires (actionnaires, banques, salariés, fournisseurs, clients...). Les dirigeants sont au centre des débats théoriques et peuvent être incités à entreprendre des stratégies d'enracinement afin de limiter les risques qu'ils supportent et accroître leur utilité.

1.1. Les stratégies d'enracinement des dirigeants

Le champ du gouvernement d'entreprise est issu de la réunion de différents courants théoriques, tels que les théories de l'agence ou des coûts de transaction, aujourd'hui bien connues des marchés financiers et de leurs différents acteurs.

Il intègre également les apports de la théorie de l'enracinement dont les conclusions divergent largement de celles présentées par les théories de l'agence et des coûts de transaction, tout au moins sous leur forme traditionnelle. Cette théorie suppose que les acteurs développent des stratégies pour conserver leur place dans l'organisation et évincer d'éventuels concurrents. En procédant ainsi, ils rendent leur remplacement coûteux pour l'organisation à laquelle ils appartiennent, ce qui leur permet d'augmenter leur pouvoir ainsi que leur espace discrétionnaire. La théorie s'applique à tous les acteurs des organisations. Les dirigeants constituent des agents particuliers qui peuvent utiliser les ressources de l'entreprise pour s'enraciner et augmenter ainsi leur pouvoir et les différents avantages qu'ils perçoivent (liberté d'action, sécurité d'emploi, rémunération, avantages en nature...).

1.1.1. L'enracinement des dirigeants : une approche complémentaire des théories de l'agence et des coûts de transaction

Les théories de l'agence et des coûts de transaction tentent d'expliquer l'efficacité des formes organisationnelles. Les organisations, per-

ques comme des réseaux de contrats entre différents acteurs doivent minimiser les coûts d'agence ou les coûts de transaction pour perdurer.

Cette vision efficiente des organisations ne correspond pas toujours à la réalité. La théorie de l'enracinement tente d'expliquer pourquoi des formes organisationnelles ou des acteurs inefficients continuent d'exister sur des marchés supposés concurrentiels [C.W.L. Hill, T.M. Jones 1992]. Elle explique également comment des mécanismes supposés renforcer l'efficacité des organisations peuvent être utilisés par les acteurs pour s'enraciner dans leurs fonctions. Ainsi, A. Shleifer, R.W. Vishny [1988, 1989, 1991] et R. Morck et *al.* [1990] suggèrent que les OPA hostiles, que la théorie de l'agence interprète comme des opérations de discipline réalisées par des équipes dirigeantes performantes pour éliminer les dirigeants les moins efficaces du marché, peuvent constituer des stratégies opportunistes de managers peu soucieux des intérêts de leurs actionnaires mais désireux de conserver leur place à la tête de l'entreprise. Les sociétés rachetées peuvent représenter des investissements spécifiques au capital humain des dirigeants et augmenter le coût de leur remplacement pour les actionnaires.

J.E. Stiglitz, A.S. Edlin [1992] montrent également comment les dirigeants peuvent utiliser l'asymétrie d'information avec les différents partenaires et les équipes dirigeantes concurrentes pour dissuader ces dernières de postuler à la direction de l'entreprise. La politique d'investissement constituée, à cet égard, un outil remarquable d'enracinement pour les dirigeants.

L'accroissement du risque de l'entreprise à travers une politique d'investissement particulière dans des secteurs spécifiques mais bien connus des dirigeants en place peut, en particulier, évincer des équipes managériales concurrentes qui ne présenteraient pas le capital humain nécessaire à une bonne gestion des actifs de la firme.

1.1.2 L'intégration de l'enracinement dans le gouvernement d'entreprise

G. Charreaux [1997a] définit le gouvernement d'entreprise comme « 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. »

Les stratégies d'enracinement développées par les dirigeants ont pour objectif d'accroître leur espace discrétionnaire en utilisant les moyens à leur disposition, c'est-à-dire leur capital humain mais également les actifs de l'entreprise, pour neutraliser les systèmes de contrôle et accroître la dépendance de l'ensemble des partenaires de la firme envers les ressources qu'ils contrôlent (capital humain spécifique, asymétrie d'information...).

Les théories de l'agence et des coûts de transaction proposent des mécanismes de contrôle et d'incitation pour accroître l'efficacité de la gestion des dirigeants. La théorie de l'enracinement présume que ces mécanismes ne seront pas toujours suffisants pour contraindre les équipes managériales à gérer la firme conformément à l'intérêt des actionnaires. La confrontation de ces différentes théories conduit à s'interroger sur les conditions nécessaires à l'efficacité des systèmes de contrôle.

1.2. Les conditions nécessaires à l'efficacité du contrôle

La théorie de l'agence suppose que plusieurs facteurs ont une influence significative sur les systèmes de contrôle de la gestion de la firme, notamment la compétence des contrôleurs et leur motivation. La théorie de l'enracinement insiste sur une troisième dimension : l'indépendance des contrôleurs à l'égard des dirigeants.

Ces trois éléments sont déterminants et constituent les facteurs d'efficacité des formes organisationnelles.

1.2.1. La compétence des contrôleurs

La compétence des contrôleurs est indispensable à l'exercice de leur fonction. Elle concerne leur capacité à acquérir de l'information, à travers une connaissance particulière de l'environnement et des autres ac-

teurs, et à la traiter. L'information est une ressource essentielle pour les organisations, sa détention constitue donc une source importante de pouvoir pour les acteurs [J. Pfeffer 1981, 1982 ; J. Pfeffer, G.R. Salancik 1978].

Les dirigeants, qui sont au centre du nœud de contrats, disposent d'un meilleur accès à l'information comparativement à l'ensemble des partenaires de la firme. Leur position stratégique dans l'entreprise leur permet de contrôler en partie l'information et, en particulier, de restreindre sa disponibilité pour les autres agents. L'accroissement de l'asymétrie informationnelle envers les partenaires et les agents chargés directement de leur contrôle (actionnaires, administrateurs, banques...) leur permet de s'enraciner et d'accroître leur espace discrétionnaire.

Selon nous, la différence entre les théories de l'agence et des coûts de transaction et la théorie de l'enracinement réside dans les hypothèses implicites sur la compétence des contrôleurs. Dans notre interprétation, le premier ensemble théorique suppose que la motivation est l'élément essentiel qui détermine l'efficacité des contrôleurs. Ces derniers sont supposés avoir une compétence intrinsèque leur permettant d'acquérir et de traiter l'information à un coût plus ou moins important. L'information est souvent disponible et traitable, à condition de mettre le prix.

Pour la théorie de l'enracinement, cette vision est erronée, les agents peuvent disposer de compétences particulières pour obtenir et traiter de l'information sur l'entreprise, son environnement et ses acteurs, mais la majeure partie de l'information ne sera cependant jamais disponible ou ne pourra jamais être traitée. R. Morck et *al.* [1990] prennent l'exemple de l'estimation d'un investissement avant sa réalisation. Il sera extrêmement difficile pour des administrateurs de déterminer si cet investissement a été surpayé de 10 % lors de son acquisition et les flux générés par cet investissement ne peuvent pas toujours être déterminés avec précision.

La motivation des contrôleurs à exercer leur fonction constitue également un point de divergence entre les deux théories.

1.2.2. *La motivation des contrôleurs*

Les théories de l'agence et des coûts de transaction portent leur attention sur les comportements opportunistes des contrôleurs et, en particulier, sur les comportements de passager clandestin. Pour ces théories, les agents chargés du contrôle ne sont pas incités à exercer leur fonction s'ils ont la possibilité de réduire leurs coûts tout en profitant du bénéfice des actions entreprises par d'autres contrôleurs.

Cependant cette analyse n'est pas complète. Elle fait peu de cas d'autres formes d'opportunisme des contrôleurs, telles que les possibilités de collusion avec les dirigeants (réseaux des Grands corps, par exemple) ou encore les luttes avec d'autres acteurs, contrôleurs potentiels ou existants¹ (banques, institutionnels...).

Ces luttes entre les contrôleurs pour l'obtention de ressources (actifs, informations ou pouvoir) peuvent paralyser totalement les systèmes de contrôle. Elles peuvent également être favorisées par les dirigeants afin de mieux perturber les systèmes qui doivent contrôler leur gestion. Leur place centrale dans les relations avec les différents partenaires et l'asymétrie d'information facilitent grandement la tâche des équipes managériales désireuses de s'enraciner.

La théorie de l'enracinement prend en compte ces différents aspects et analyse de façon plus « politique » les effets de ces conflits sur le contrôle de la gestion de la firme. Elle prend également en compte les stratégies permettant aux dirigeants de favoriser l'hostilité entre les partenaires pour mieux s'approprier le pouvoir dans l'organisation.

Cette analyse mène très directement au problème de l'indépendance des contrôleurs, c'est-à-dire aux relations de pouvoir existant entre les contrôleurs et les dirigeants.

¹ Les problèmes de divergence d'intérêts entre les actionnaires et les banques ont été largement abordés par la théorie de l'agence, mais celle-ci se préoccupe peu des impacts sur le contrôle de la gestion de la firme pouvant résulter de ces conflits.

1.2.3. L'indépendance des contrôleurs

La compétence et la motivation des contrôleurs améliorent leur perception des comportements opportunistes de l'équipe mana-gériale, mais leur indépendance à l'égard des dirigeants conditionne l'application de sanction en cas de comportements déviants .

La théorie de l'enracinement met l'accent sur les relations entre les dirigeants et les contrôleurs et sur les moyens dont disposent les premiers pour paralyser les systèmes de contrôle en augmentant la dépendance des différents partenaires à leur égard. Cette stratégie d'enracinement est efficace, car les contrôleurs peuvent détecter le comportement opportuniste des dirigeants sans pouvoir cependant s'y opposer.

La complémentarité entre leur capital humain et les actifs de la firme permet par exemple aux équipes managériales de limiter le risque de leur licenciement [A. Shleifer, R.W. Vishny 1989 ; J.E. Stiglitz, A.S. Edlin 1992], en éliminant les équipes dirigeantes concurrentes. L'absence d'alternative équivalente pour remplacer les dirigeants contraint les partenaires à accepter les comportements opportunistes de ces derniers. Les coûts résiduels augmentent pour les actionnaires, car les coûts d'un contrôle efficace deviennent prohibitifs.

Ces stratégies permettent aux dirigeants de ne pas maximiser la valeur de la firme, mais de gérer sous une contrainte de rentabilité minimum [R.P. Castanias, C.E. Helfat 1991, 1992]. Tant qu'ils satisfont cette contrainte, les contrôleurs n'ont aucun intérêt à les renvoyer, car la perte des complémentarités entre leur capital humain et les actifs spécifiques de la firme entraînerait la disparition des rentes managériales associées².

L'enracinement des dirigeants et, en particulier, leur pouvoir sur les différents partenaires de la firme constitue donc un élément essentiel de l'analyse de l'efficacité des systèmes de contrôle. Nous proposons d'ap-

² O. Grusky [1963] note que le changement de dirigeants dans les firmes en difficultés accroît les problèmes organisationnels et peut favoriser le départ des partenaires [D.C. Hambrick, R.A. D'Aveni 1992]. Par ailleurs, les résultats des études empiriques portant sur l'influence du *turnover* des dirigeants sur la performance des firmes sont contradictoires. Ainsi J. Hubler, G. Schmidt [1996] observent une influence négative dans le cas français.

plier cette analyse à la structure de propriété et au conseil d'administration pour mieux comprendre les problèmes posés par ces systèmes de contrôle.

2. La structure de propriété et le conseil d'administration : sources d'enracinement des dirigeants ou systèmes de contrôle efficaces ?

La théorie financière suppose que différents modes de contrôle peuvent être utilisés par les actionnaires pour contraindre les dirigeants à gérer l'entreprise conformément à leurs intérêts. La structure de l'actionnariat³ et la composition du conseil d'administration constituent deux systèmes directs de contrôle de la gestion des dirigeants. Ainsi, la concentration de l'actionnariat ou la présence d'actionnaires financiers ou institutionnels sont supposés avoir un effet positif sur la performance de la firme. De même, la présence de certains administrateurs (financiers ou institutionnels), la part de capital détenue par le conseil d'administration ou le recours aux administrateurs externes supposés plus indépendants et plus compétents que les administrateurs internes devraient avoir une influence positive sur le contrôle de la gestion des dirigeants.

2.1. La concentration du capital

H. Demsetz [1983], A. Shleifer, R.W. Vishny [1986] ainsi que A. Agrawal, G. Mandelker [1990], M. Jensen [1990], J.E. Bethel, J. Liebeskind [1993], A. Agrawal, C. Knoeber [1996], D.J. Denis et *al.* [1997]⁴ suggèrent que la concentration du capital est un gage d'efficacité du contrôle de la gestion des dirigeants par les actionnaires. Les pro-

³ R. La Porta et *al.* [1998] présentent une comparaison des structures de propriété dans 27 pays développés. Leurs résultats font apparaître une présence importante d'actionnaires majoritaires.

⁴ Pour une synthèse, consulter H. Short [1994] ainsi que J. Caby, G. Hirigoyen [1997] et R. Mtanios, M. Paquerot [1999].

priétaires de l'entreprise détenant une part importante du capital ont un intérêt certain à investir dans le contrôle, puisque les gains résultants de cette action leur reviendront en grande partie.

Les actionnaires majoritaires disposent également d'avantages importants par rapport à un ensemble d'actionnaires minoritaires isolés. Ils peuvent influencer les votes lors des assemblées générales, le nombre important de voix qu'ils possèdent leur évite de mobiliser d'autres actionnaires pour faire voter certaines résolutions ou contester la gestion des dirigeants. Ils peuvent également mobiliser plus aisément des moyens plus importants pour contrôler les dirigeants (cabinet d'expert, audit, avocats...) et protéger leurs investissements.

Ils disposent également d'un pouvoir d'influence plus fort au sein des assemblées générales, car ils sont supposés être mieux informés que les autres actionnaires. Ils peuvent donc tenir le rôle de *leaders* lors des assemblées et convaincre plus facilement les petits actionnaires qui n'ont pas investi dans le contrôle d'adhérer à leurs décisions.

Ces arguments avancés dans le cadre de la théorie de l'agence sont puissants, mais ils font abstraction de certains facteurs susceptibles d'altérer le pouvoir des actionnaires majoritaires.

Ainsi, on peut supposer que ces actionnaires ont un portefeuille moins diversifié que les actionnaires minoritaires, car ils ont choisi de posséder une part importante du capital de la société pour mieux la contrôler. Cependant, cette stratégie les expose plus que les autres actionnaires aux effets des stratégies d'enracinement des dirigeants. On peut en effet supposer, qu'ils sont plus sensibles aux pertes potentielles liées à la disparition de rentes managériales en cas de changement de dirigeants lorsque ces derniers ont construit une forte complémentarité entre les actifs de la firme et leur capital humain⁵.

⁵ R. Rajan, L. Zingales [1998] proposent de définir l'entreprise comme un *noeud* d'investissements spécifiques, une combinaison complémentaire d'actifs et de capital humain, ce qui implique que l'entreprise ne peut pas être « imitable » instantanément par le marché. Cela implique que les combinaisons sont uniques et que la disparition ou le remplacement de l'un des éléments modifie le résultat de l'ensemble.

Par conséquent, ils peuvent être plus averses au risque que les petits actionnaires et ne pas souhaiter remplacer des dirigeants qui obtiennent une rentabilité minimum des actifs spécifiques de l'entreprise.

Dans ces conditions, les actionnaires majoritaires peuvent soutenir les équipes managériales enracinées pour éviter des pertes importantes de richesse, à court et moyen terme. Cette mise en perspective de la théorie de l'enracinement compromet considérablement les effets positifs de la concentration du capital suggérés par la théorie de l'agence.

D'autres caractéristiques sont supposées influencer l'efficacité du contrôle, notamment la nature des actionnaires.

2.2. La nature des actionnaires

A. Agrawal, G. Mandelker [1992], B. Bathala et *al.* [1994], M.P. Smith [1995] remarquent que la présence dans le capital d'actionnaires financiers et institutionnels influence favorablement les performances de la firme. Ces actionnaires particuliers peuvent en effet investir dans le contrôle de l'entreprise pour maintenir la rentabilité de leurs investissements.

Les ressources dont ils disposent leur permettent de contrôler l'entreprise à un coût plus faible que les autres propriétaires de l'entreprise.

En effet, ils disposent d'un meilleur accès à l'information du fait de leur activité et des nombreux investissements qu'ils réalisent, ce qui implique une meilleure connaissance des performances des entreprises du secteur, une information abondante sur l'environnement, une meilleure connaissance du marché des dirigeants...

De plus, ils bénéficient de compétences particulières (internes ou externes) pour traiter l'information sur l'entreprise et son environnement. Ces différents avantages leur permettent d'exercer le contrôle à un coût plus faible comparativement à des actionnaires individuels.

La théorie de l'enracinement suppose, au contraire, que ces actionnaires seront également plus sensibles que d'autres aux variations de performances de la firme, car ils doivent rendre des comptes à des actionnaires ou des sociétaires exigeants tels que les souscripteurs des fonds de pension. Ils ont donc intérêt à minimiser les risques de leurs in-

vestissements. Des dirigeants enracinés trouveront donc dans ces partenaires des otages de choix qui n'auront pas d'autre alternative que de les soutenir en cas de conflit avec les autres actionnaires pour éviter les brusques chutes de rentabilité qui ne manqueraient pas de se produire en cas de disparition du capital humain nécessaire à la gestion des actifs spécifiques de la firme.

Une dernière catégorie d'actionnaires doit être étudiée ; il s'agit des dirigeants eux-mêmes.

2.3. *Un cas particulier : l'actionariat des dirigeants*

Selon la théorie de l'agence, la divergence d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires peut être limitée par l'accroissement de la part de capital détenue par les dirigeants. Cette solution présente plusieurs avantages, d'une part, elle modifie les arbitrages des dirigeants en faveur de la maximisation de la valeur de la firme, d'autre part, ce système incitatif permet de réduire le coût du contrôle supporté par les actionnaires car il est supposé réduire l'opportunisme des dirigeants à leur égard. Il faut cependant constater que l'alignement des intérêts des actionnaires et des dirigeants ne sera jamais parfait si les dirigeants ne possèdent pas la totalité du capital [M.C. Jensen, W.H. Meckling 1976].

Dans le cadre de l'enracinement, il est même possible de supposer que les dirigeants qui possèdent une part significative du capital l'utilisent pour accroître leur pouvoir sur les partenaires de l'entreprise et gérer dans une optique contraire à la maximisation de la valeur [G. Charreaux 1991].

Le conseil d'administration peut tenter de s'opposer à ce type de comportement. Selon la théorie de l'agence, il peut constituer un complément efficace, en termes de contrôle, de la structure de propriété.

2.4. *La composition du conseil d'administration*

La composition du conseil d'administration a également donné lieu à une abondante littérature financière [J.P. Pichard-Stamford 1997]. La

théorie de l'agence aborde trois aspects majeurs de l'efficacité des conseils d'administration :

- la répartition entre les administrateurs internes et externes ;
- le pourcentage de capital détenu par les administrateurs ;
- la nature des administrateurs (financiers, institutionnels ou autres).

Le premier élément fait référence à l'indépendance des administrateurs par rapport aux dirigeants. Le deuxième met en relief les incitations des actionnaires à remplir leurs fonctions de contrôleur. Enfin, la troisième proposition concerne la compétence des administrateurs.

2.4.1. La répartition entre les administrateurs internes et externes

La théorie de l'agence suppose que les administrateurs internes ne disposent pas du pouvoir suffisant pour s'opposer aux décisions des dirigeants. Ces administrateurs sont des cadres de l'entreprise ou des salariés qui dépendent hiérarchiquement de la direction. Il leur est, en conséquence, difficile de s'opposer à leurs responsables hiérarchiques directs sans compromettre leur carrière et leur avenir dans l'entreprise. Leur manque d'indépendance nuit donc gravement à l'efficacité de leur contrôle.

En revanche les administrateurs externes sont recrutés pour leurs compétences. Leur indépendance à l'égard des dirigeants leur permet de s'opposer aux décisions les plus contestables [M.S. Weisbach 1988 ; L. Godard 1996 ; J. Caby, G. Hirigoyen 1997].

Cette vision ne correspond pas toujours à la réalité. Il est par exemple difficile de déterminer si les administrateurs n'ont effectivement aucun lien avec les dirigeants en place. La théorie de l'enracinement suggère que les dirigeants tenteront, par exemple, de paralyser les systèmes de contrôle de l'entreprise en mettant en place des administrateurs qui soutiendront leurs décisions [J.P. Pichard-Stamford 1997]. Les participations croisées dans les conseils d'administration sont également un excellent moyen de paralyser l'esprit critique des conseils. Cet échange réciproque de services entre dirigeants ne favorise pas l'exercice du contrôle et son efficacité.

En conséquence, l'absence de lien hiérarchique ou commercial n'est pas nécessairement le gage de l'indépendance des administrateurs par rapport aux dirigeants.

En France, l'absence de recours juridique des actionnaires à l'encontre des administrateurs n'incite guère ces derniers à rentrer en conflit avec la direction de l'entreprise pour assumer leur rôle de contrôleur.

De plus, le problème de passer clandestin resurgit, les administrateurs externes ne sont pas plus incités à contrôler les dirigeants que les administrateurs internes car, dans la majorité des cas, les administrateurs sont nommés sur proposition des dirigeants [G. Charreaux, J.P. Pitol Belin 1990].

Les individus qui participent aux conseils d'administration augmentent ainsi la valeur de leur capital humain grâce notamment à l'information qu'ils collectent dans ces réunions, aux réseaux qu'ils peuvent établir et au prestige qu'ils peuvent retirer de cette situation. Ils doivent arbitrer entre les avantages procurés par leur participation à des conseils d'administration et l'efficacité de leur contrôle. Un excès de zèle lors de la tenue des conseils d'administration peut nuire à leur réputation et dissuader les dirigeants de proposer leur candidature. Ils ont donc beaucoup à perdre à s'opposer aux décisions des dirigeants qu'ils doivent contrôler. Notons que ce raisonnement s'applique également aux administrateurs internes.

La détention d'actions par les administrateurs peut constituer un moyen efficace de modifier l'arbitrage des administrateurs en faveur de l'exercice du contrôle.

2.4.2. Le pourcentage de capital détenu par les administrateurs

Le pourcentage de capital détenu par les administrateurs peut, selon la théorie de l'agence, constituer une incitation suffisante pour qu'ils exercent un contrôle efficace de la gestion de la firme. L'alignement des intérêts des administrateurs et des actionnaires devrait donc favoriser le contrôle de la gestion des dirigeants et contribuer à la maximisation de la valeur de la firme.

Il faut cependant remarquer que les coûts supportés par les administrateurs pour exercer efficacement leur contrôle ne doivent pas être supérieurs aux gains marginaux provenant de l'amélioration de la gestion des dirigeants. Autrement dit, leur participation dans le capital de l'entreprise doit constituer une part importante de leur patrimoine et être bien supérieure aux autres formes de rémunération perçues dans le cadre de leurs fonctions d'administrateur. Dans le cas contraire, ils ne sont pas incités à s'opposer aux dirigeants et évitent ainsi de courir le risque d'être remplacés.

A. Shleifer, R.W. Vishny [1989] pensent également que les administrateurs ont beaucoup de difficultés à s'opposer aux décisions des dirigeants car ils ne sont pas toujours soutenus par les actionnaires. En conséquence, leur opposition peut ne pas être comprise par la base et ils peuvent se retrouver isolés et désavoués. Ce risque peut être très dissuasif, car compte tenu des incertitudes de l'environnement et de l'asymétrie d'information, les administrateurs ont beaucoup de mal à déterminer la part de responsabilité de l'équipe dirigeante dans l'explication des résultats de l'entreprise.

Enfin, la théorie de l'enracinement suppose que la détention de capital par les administrateurs peut renforcer leur dépendance à l'égard des dirigeants lorsque ces derniers ont mené des stratégies d'enracinement efficaces (élimination des équipes concurrentes, développement de l'asymétrie d'information, investissements dans des actifs spécifiques à leur capital humain...). Dans ces conditions, l'incitation suggérée par la théorie de l'agence peut, au contraire, constituer un frein au changement pour les administrateurs détenteurs de capital.

Un dernier élément doit être abordé pour compléter cette étude : il s'agit de la nature des administrateurs.

2.4.3. *La nature des administrateurs*

La théorie de l'agence présume que les administrateurs financiers ou institutionnels disposent de compétences particulières leur permettant de mieux apprécier les performances de l'équipe dirigeante et donc de mieux la contrôler. Un certain nombre d'arguments mis en avant par

cette théorie pour justifier les effets positifs de la présence de tels actionnaires dans le capital ont été développés précédemment. Leur présence au conseil d'administration est supposée engendrer les mêmes effets que leur participation au capital de l'entreprise. Ajoutons que leur notoriété et leur réputation peuvent accroître leur pouvoir sur les dirigeants et les contraindre à suivre leurs recommandations pour éviter les effets désastreux pouvant résulter de contestations médiatiques.

Cependant, cette efficacité des administrateurs financiers et institutionnels peut être largement remise en cause pour plusieurs raisons. Ils peuvent bénéficier de relations informelles avec les dirigeants de l'entreprise (réseaux...). C'est également au travers des relations informelles avec les directions d'entreprises que ces institutions peuvent réaliser des affaires parfois fructueuses.

Enfin, on peut penser que ces institutions ne seront pas incitées à dévoiler aux actionnaires les comportements opportunistes des dirigeants pour ne pas compromettre leur réputation. L'asymétrie d'information construite par les dirigeants les encourage dans cette voie. En effet, si les administrateurs n'ont pas réussi à déjouer les stratégies d'enracinement des dirigeants qu'ils doivent contrôler, il est fort probable qu'ils tenteront de couvrir leur inefficience en soutenant l'équipe managériale en place.

Ces différents arguments proposés par la théorie de l'enracinement permettent d'aboutir à l'hypothèse que la présence d'administrateurs financiers et institutionnels n'améliore pas l'efficacité du contrôle réalisé par le conseil d'administration sur la gestion des dirigeants.

Le tableau suivant fait la synthèse des arguments de la théorie de l'enracinement concernant les systèmes de contrôle constitués par la structure de propriété et le conseil d'administration.

Tableau 1 – *Les systèmes de contrôle : la vision de la théorie de l'enracinement*

Nature des contrôleurs	Qualité des contrôleurs		
	Indépendance (ou Pouvoir)	Compétence	Incitation
Actionnaires majoritaires	Faible en cas d'enracinement des dirigeants	Forte : ils peuvent recruter des experts	Forte : le coût marginal du contrôle est faible
Actionnaires dirigeants	Totale	Forte	Aucune : l'alignement des intérêts n'est jamais parfait
Actionnaires financiers et institutionnels	Faible : ils souhaitent limiter leurs risques	Forte : ils sont experts	Forte : le coût du contrôle est faible
Administrateurs externes	Faible : arbitrage avec le carnet d'adresses	Forte s'ils sont recrutés pour cette qualité	Faible : peu d'intérêt à être efficaces car pas de recours juridique possible
Administrateurs actionnaires	Faible : enracinement des dirigeants	Variable	Faible : coût élevé pour un gain faible
Administrateurs financiers et institutionnels	Faible : arbitrage avec le carnet d'adresses	Forte : Ils sont experts	Forte : le coût du contrôle est faible

Selon la théorie de l'enracinement, aucun des systèmes de contrôle présentés précédemment ne possède simultanément les trois qualités nécessaires à son efficacité. L'efficacité du contrôle ne peut donc résulter que d'une combinaison des différentes composantes. Cependant les conflits d'intérêts entre les différents partenaires peuvent compromettre l'efficacité des combinaisons [J.P. Walsh, J.K. Seward 1990 ; M. Paquerot, 1997 ; R. La Porta *et al.* 1998].

Ces différentes hypothèses sont testées à partir d'un échantillon dont les caractéristiques sont présentées dans la section suivante et à l'aide d'une méthode, le *bootstrap*, qui permet d'éviter certains écueils que la particularité des données françaises rend souvent inévitables.

3. Analyse empirique

Il apparaît clairement ici nécessaire de tester l'effet simultané de diverses variables explicatives du contrôle concernant les rôles des structures de l'actionnariat et du conseil d'administration. La faiblesse de

l'échantillon rend incertaine la validité des résultats empiriques issus d'une régression multivariée supposant *a priori* la distribution normale de résidus. Il est impératif de recourir à une méthode d'analyse multivariée non paramétrique. Notre choix s'est porté sur la méthode du *bootstrap* que nous présentons rapidement après avoir précisé la nature des données sur lesquelles nous avons effectué notre étude. Enfin, la présentation des résultats de cette étude termine cette section.

3.1. Présentation des données

Les données de l'étude proviennent de différentes sources. Les données concernant les performances boursières sont issues de la SBF, les ratios de Sharpe ont été calculés annuellement à partir des rentabilités hebdomadaires des cours. La mesure de performance utilisée dans les tests correspond à la moyenne des ratios de Sharpe sur les années 1991, 1992 et 1993. Le risque a été évalué, sur la même période dans les mêmes conditions, à partir des écarts-types des rentabilités hebdomadaires.

Les données sur la structure de propriété et la structure du conseil d'administration proviennent de la base Dafsaliens ; elles correspondent à la situation de l'année 1990.

Les données sur le nombre de mandats de PDG et d'administrateur des dirigeants, la durée du mandat et l'âge des dirigeants en 1993 proviennent de la base de la Banque de France. Ont été considérés comme administrateurs externes, ceux qui ne travaillent pas dans l'entreprise et qui n'ont pas de lien de parenté avec les dirigeants de celle-ci. Le *turnover* des dirigeants a été calculé sur la période de 1988 à 1994.

La nature de l'ensemble de ces informations oblige à effectuer les tests empiriques à l'aide d'une méthodologie non paramétrique qui est présentée dans la partie suivante.

3.2. La technique du bootstrap

L'estimation de la valeur des paramètres est effectuée à l'aide de méthodes classiques de moindres carrés. Cependant l'inférence statistique a été faite, quant à elle, à l'aide d'une méthode non paramétrique.

Lorsqu'on travaille en information limitée (échantillonnage), le test concernant la significativité d'un paramètre de la population va s'effectuer à l'aide d'un estimateur mesuré sur un échantillon donné. Afin de pouvoir pratiquer l'inférence statistique seule à même de nous fournir un intervalle de confiance de l'estimation, on suppose *a priori* que cet estimateur est distribué selon une certaine loi statistique. Or, dans notre cas, l'hypothèse de normalité s'avère très contraignante au vu de la particularité des observations utilisées et de la faible taille de notre échantillon.

Le *bootstrap* (pour une présentation de cette technique se référer à R.D. Duval, C.Z. Mooney [1995]) permet d'estimer la distribution de l'estimateur à partir de l'échantillon, par analogie entre la population et l'échantillon.

Il suffit, à partir de l'échantillon initial, de ré-échantillonner (tirage avec remise) un nombre important de fois, en ayant toujours le même nombre d'observations. À partir de chacun des sous-échantillons, on estime les paramètres désirés. L'importance du ré-échantillonnage permet d'obtenir une distribution empirique de l'estimateur, non supposée *a priori*, mais estimée. Il a été montré [B.L. Rao, 1987] que cette distribution empirique correspond à une estimation par un maximum de vraisemblance non paramétrique de la loi du paramètre dans la population. Il est donc possible de mesurer un intervalle de confiance de l'estimateur et d'effectuer un test de significativité de celui-ci.

Pour notre étude, 5 000 sous-échantillons distincts de 103 observations ont été créés à partir de l'échantillon initial. À partir de ces 5 000 sous-échantillons, les paramètres β du modèle de régression linéaire ont été estimés. L'inférence statistique permettant de conclure quant à la significativité des coefficients de régression a été réalisée à partir de trois tests différents.

(1) Approximation normale [B. Efron 1979]

L'intervalle de confiance est de forme classique. L'écart-type utilisé est celui estimé par le *bootstrap* et non à partir de l'échantillon initial.

(2) Pourcentage [B. Efron 1982]

On suppose ici que la distribution de l'estimateur obtenue par le *bootstrap* approxime la distribution réelle de l'estimateur. On classe

alors les différentes estimations par ordre croissant puis on choisit celles qui correspondent au niveau de risque désiré. Dans le cas de nos 5 000 simulations, l'intervalle de confiance est de la forme suivante :

[125^{ème} plus petite observation ; 125^{ème} plus grande observation]

(3) Pourcentage-t [B. Efron 1981]

Pour le calcul de cet intervalle de confiance, les estimations issues de chaque ré-échantillonnage sont standardisées.

Le problème alors rencontré est l'impossibilité de hiérarchiser les résultats d'un test par rapport à un autre. Nous avons alors procédé de la manière suivante : dès qu'un des trois tests rejette l'hypothèse de nullité du coefficient, nous nous estimons en droit de nous intéresser à la significativité et à l'impact du coefficient. Pour deux, et surtout trois rejets de l'hypothèse nulle, nous sommes partis du principe que cette hypothèse nulle était clairement rejetée.

Cette démarche est en accord avec la technique du *bootstrap* qui n'oblige pas à poser d'hypothèse *a priori* sur la loi statistique mais cherche au contraire, à partir d'une information incomplète mais disponible, à conclure sur la significativité des relations entre variables quantitatives.

3.3. Résultats

Le tableau 2 donne le détail des résultats des tests. Les résultats sont parfois différents de ceux obtenus avec des analyses univariées par M. Paquerot [1997]. Le *bootstrap* prend en compte les interactions entre les différentes variables et permet d'affiner sensiblement l'analyse de l'efficacité des systèmes de contrôle.

On note une influence négative du pourcentage de capital détenu par les actionnaires financiers, les actionnaires institutionnels et les administrateurs. Ces résultats corroborent partiellement l'hypothèse d'enracinement des dirigeants. Les actionnaires financiers et institutionnels ne peuvent contraindre les dirigeants à la performance compte tenu des liens informels qu'ils entretiennent et de la dépendance à l'égard de leur capital humain. De même, le pourcentage de capital détenu par les administrateurs renforce leur dépendance à l'égard de l'équipe dirigeante. Ces agents se contentent donc d'une rentabilité minimum et ne cher-

chent en aucun cas à contraindre l'équipe dirigeante à maximiser la valeur de l'entreprise.

Tableau 2 – Estimations et tests par la méthode du bootstrap

Variables explicatives	% de capital détenu par le dirigeant	% de capital détenu par les 5 premiers actionnaires	% de capital détenu par des actionnaires financiers + % de capital détenu par des actionnaires institutionnels	% administrateurs externes	% administrateurs financiers + % administrateurs institutionnels	% de capital détenu par les administrateurs
Variables expliquées						
Moyenne de Sharpe	-0,12	0,02	-0,18 (1)(2)(3)*	0,15	-0,04 (3)	-0,09 (1)(2)
Turnover des dirigeants	0,61 (3)	-0,42	-1,82 (1)(2)*	0,58 (2)	20,71 (1)(2)*	-0,52 (2)
Nbre de mandats de Pdg en 93	-0,02	0,02 (1)(2)(3)	-0,004	-0,03 (1)(2)(3)	-0,07	0,004
Nbre de mandats d'administrateur en 93	-0,04	0,06 (1)(2)(3)	-0,01	-0,09 (1)(2)(3)	-0,09 (2)(3)	-0,02
Durée du mandat de Pdg	-19,02	-8,00	7,31	-0,89	-34,58	9,29
Plus de 65 ans en 93	0,05	-0,03	0,04	0,02	0,10	-0,013
Risque de la firme	0,0003	0,0006 (1)(2)(3)*	-0,0001	-0,0003	0,004 (1)*	-0,0003

* Les chiffres entre parenthèses indiquent quels sont les tests validés, l'étoile signifie que la variable est significative dans une relation linéaire classique estimée par les MCO.

L'influence négative du pourcentage de capital détenu par les actionnaires financiers et institutionnels sur le *turnover* des dirigeants confirme l'hypothèse de l'enracinement. En revanche, l'influence positive jouée par les administrateurs financiers et institutionnels sur cette même variable est plus surprenante et corrobore partiellement le rôle disciplinaire de ce type d'administrateur. L'influence négative de ces

administrateurs sur le cumul des mandats d'administrateur renforce cette tendance.

La concentration du capital n'a aucune influence sur la performance de la firme ou le *turnover* des dirigeants. En revanche, elle influence positivement le cumul de mandats des dirigeants. Ce résultat confirme l'importance des relations informelles entre les dirigeants et les principaux actionnaires. L'influence positive de la concentration du capital sur le risque de la firme renforce cette analyse. On peut, en effet, supposer que les dirigeants peuvent investir dans des activités ou des secteurs plus risqués en raison du soutien que peuvent leur apporter les principaux actionnaires. Cette stratégie peut également permettre aux dirigeants de renforcer la dépendance des actionnaires à leur égard [J.E Stiglitz, A.S. Edlin 1992].

Le pourcentage d'administrateur externe n'a pas d'influence sur la performance de la firme ou le *turnover* des dirigeants, en revanche, il influence négativement le cumul de mandats par les dirigeants. Ce résultat corrobore partiellement la théorie de l'agence.

De même, on remarque que le pourcentage de capital détenu par les dirigeants n'a aucune influence sur les différentes variables de l'étude. Les hypothèses des théories de l'agence et de l'enracinement concernant les effets d'un accroissement de la part de capital détenue par les dirigeants ne sont pas corroborées.

Globalement les résultats corroborent la théorie de l'enracinement sur l'inefficacité des structures de contrôle et la dépendance des différents partenaires de l'entreprise à l'égard du capital humain des dirigeants. Le modèle français est assez différent du modèle anglo-saxon [J. Francks 1997 ; M. Bauer, B. Bertin-Mourot 1996] et plusieurs éléments peuvent expliquer les résultats observés :

- Les administrateurs français ne peuvent pas être poursuivis par les actionnaires en cas de mauvaises performances de l'entreprise.
- Les administrateurs doivent procéder à un arbitrage entre l'enrichissement de leur « capital relationnel » et leur efficacité en termes de contrôle des dirigeants.

- Les actionnaires financiers ou institutionnels qui placent une partie des fonds de leurs sociétaires ou de leurs actionnaires encourent peu de risques en cas de mauvaises performances.

- Les relations informelles dans le capitalisme français occupent une place centrale, la présence importante de Grands corps à la direction des entreprises, les liens étroits entre les entreprises et l'État [G. Charreaux 1997b ; F. Morin 1996] peuvent paralyser partiellement les systèmes de contrôle.

Le manque d'incitation des structures de contrôle à exercer correctement leurs fonctions constitue vraisemblablement la principale cause de leur échec. Cependant, les pressions exercées par les investisseurs internationaux peuvent faire évoluer les modes de gestion des entreprises françaises et le débat sur le gouvernement d'entreprise contribue à améliorer l'efficacité des systèmes de contrôle. Pour séduire les investisseurs étrangers, les entreprises françaises vont devoir rendre des comptes et fournir des garanties sur leur gestion.

Conclusion

Cette étude a permis de confronter les hypothèses des théories de l'agence, des coûts de transaction et de l'enracinement sur l'efficacité des systèmes de contrôle. Les hypothèses avancées par les théories de l'agence et des coûts de transaction ne sont pas corroborées par l'ensemble des tests. En particulier, les effets sur la performance des firmes sont inexistantes ou contraires aux prédictions. La théorie de l'enracinement semble plus adaptée à l'analyse des problèmes de contrôle des entreprises françaises. L'impact des relations informelles entre les dirigeants et les différentes structures de contrôle ainsi que l'absence d'incitation de ces dernières à exercer leurs fonctions peuvent être à l'origine des résultats observés.

L'étude comporte certaines limites, les pourcentages de capitaux retenus ne correspondent pas toujours au pourcentage des droits de vote, mais cette donnée est pour l'instant indisponible pour les entreprises françaises. Il est également difficile de faire la différence entre les ad-

ministrateurs externes indépendants et les administrateurs externes faisant partie des réseaux personnels de relations des dirigeants (Grands corps, participations croisées dans les conseils d'administration...). L'analyse de l'efficacité des systèmes de contrôle requiert des données complexes, nombreuses et souvent difficiles à obtenir. Souhaitons que l'amélioration des informations que les entreprises mettront dans les années à venir à disposition de leurs actionnaires profite également aux recherches sur le gouvernement d'entreprise.

Bibliographie

- Agrawal A., Knoeber C. [1996], « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis* vol. 31, n° 3, p. 377-397.
- Agrawal A., Mandelker G. [1990], « Large Shareholders and the Monitoring of Managers :The Case of Antitakeover Charter Amendments », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 25, n° 2, p. 143-167.
- Agrawal A., Mandelker G. [1992], « Shark Repellents and the Role of Institutional Investors in Corporate Governance », *Managerial and decisions economics*, vol. 13, p. 15-22.
- Bauer M., Bertin-Mouroit B. [1996], « Vers un modèle européen de dirigeants ? », *Boyden Research Center on Leadership*.
- Bathala B., Moon K.P., Rao R.P. [1994], «Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings : An Agency Perspective », *Financial Management*, vol. 23, n° 3, p. 38-50.
- Bethel J.E., Liebeskind J. [1993], « The Effects of Ownership Structure on Corporate Restructuring », *Strategic Management Journal*, vol. 14, p. 15-31.
- Caby J., Hirigoyen G. [1997], *La création de valeur de l'entreprise*, Économica.
- Castanias R.P., Helfat C.E. [1992], Managerial and Windfall Rents in the Market for Corporate Control, *Journal of Economic Behavior and Organisation*, vol. 18, p. 153-184.

- Castanias R.P. et Helfat C.E. [1991], « Managerial Resources and Rents », *Journal of Management*, vol. 17, p. 155-171.
- Charreaux G., Pitol-Belin J.P. [1990], *Le conseil d'administration*, Vuibert.
- Charreaux G. [1991], « Structures de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue Économique*, n° 3, p. 521-552.
- Charreaux G. [1997a], *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance Théories et Faits*, Économica.
- Charreaux G. [1997b], « L'entreprise publique est-elle nécessairement moins efficace ? », *Revue Française de Gestion* septembre-octobre, p. 38-56.
- Demsetz H. [1983], « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », *Journal of Law and Economics*, vol. 24, June.
- Demsetz H, Lehn K. [1985], « The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6.
- Denis D.J, Denis D.K, Sarin A. [1997], « Ownership Structure and Top Executive Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 45, p. 193-221.
- Duval R.D., Mboney C.Z. [1995], « Bootstrapping. A Nonparametric Approach to Statistical Inference », *Sage Papers*.
- Efron B. [1979], « Bootstrap methods : Another Look at the Jackknife », *Annals of Statistics*, vol. 7, p. 1-26.
- Efron B. [1981], « Nonparametric Standard Errors and Confidence Intervals », *Canadian Journal of Statistics*, vol. 9, p. 139-172.
- Efron B. [1982], « The Jackknife, the Bootstrap and Other Resampling Plans », Philadelphia : Society for Industrial and Applied Mathematics.
- Francks J. [1997], « Corporate Ownership and Control in The UK, Germany and France », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9, n° 4, p. 30-45.
- Gagnon J.M., St-Pierre J. [1995], « Composition du conseil des sociétés canadiennes et taux de profit », *Finéco*, vol. 5, n° 1 et 2, p. 169-186.
- Giammarino R.M, Lusztig P.A. [1995], « L'investisseur institutionnel en régie d'entreprise : l'agent qui guette les agents », *Finéco*, vol. 5, n° 1 et 2, p. 89-116.

- Godard L. [1996], « Conseil d'administration, stratégie et performance financière », *Actes des XIII^e journées nationales des IAE*, Toulouse, Tome 1, p. 158-174.
- Grusky O. [1963], « Managerial Succession and Organizational Effectiveness », *American Journal of Sociology*, vol. 63, p. 21-31.
- Hambrick D.C, d'Aveni R.A. [1992], « Top Team Deterioration As Part of the Downward Spiral of Large Corporate Bankruptcies », *Management Science*, vol. 38, n° 10, p. 1445-1466.
- Hill C.W.L, Jones T.M. [1992], « Stakeholder-Agency Theory », *Journal of Management Studies*, vol. 29, n° 2, March.
- Hubler J., Schmidt G. [1996], « L'effet des annonces de décisions de G.R.H. sur les cours boursiers des entreprises françaises. Application d'une méthodologie d'études d'événements », *Actes des XIII^e journées nationales des IAE*, Toulouse, Tome 1, p. 448-467.
- Jensen M.C., Meckling W.H. [1976], « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3.
- Jensen M.C. [1990], « Les actionnaires doivent contrôler les gestionnaires », *Harvard-L'Expansion*, été, p. 60-72.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. [1998], « Corporate Ownership around the World », *National Bureau of Economic Research, Working Paper*, n° 6625.
- Morck R, Shleifer A, Vishny R.W. [1990], « Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions ? », *Journal of Finance*, n° 45, p. 31-48.
- Morin F. [1996], « Privatisation et dévolution des pouvoirs, le modèle français du gouvernement d'entreprise », *Revue Économique*, n° 6, novembre, p. 1253-1268.
- Mtanos R., Paquerot M. [1999], « Structure de propriété et sous-performance des firmes : une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 4, décembre, p. 157-180.
- Paquerot M. [1996], « L'enracinement des dirigeants et ses effets », *Revue Française de gestion*, n° 111, novembre-décembre, p. 212-225.
- Paquerot M. [1997], « Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structures de contrôle », in G. Charreaux, (Éd.),

Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance théories et faits, Économica.

Pfeffer J. [1982], *Organizations and Organization Theory*, Ballinger Publishing Company.

Pfeffer J. [1981], *Power in Organizations*, Harper Business.

Pfeffer J., Salancik G.R. [1978], *The External Contrôl of Organizations : A Ressource Dependence Perspective*, Harper Row.

Pichard-Stamford J.P. [1997], *La contribution du réseau des administrateurs à la légitimation du dirigeant auprès de multiples catégories d'actionnaires*, Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bordeaux 4.

Rajan R., Zingales L. [1998], « Power in a Theory of the Firm », *Quarterly Journal of Economics*, May.

Rao B.L. [1987], *Asymptotic Theory of Statistical Inference*, John Wiley.

Shleifer A., Vishny R.W. [1986], « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy* vol. 94, n° 3, p. 461-488.

Shleifer A., Vishny R.W. [1988], « Value Maximisation and the Acquisition Process », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 1, p. 7-20.

Shleifer A., Vishny R.W. [1989], « Management Entrenchement : The Case of Manager-Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, p. 123-139.

Shleifer A., Vishny R.W. [1991], « Takeovers in the '60s and the '80s : Evidence and Implications », *Strategic Management Journal*, vol. 12, p. 51-59.

Stiglitz J.E., Edlin A.S. [1992], « Discouraging Rivals : Managerial Rent Seeking and Economic Insufficiencies », *NBER Working Paper*, n° 4145, August.

Short H. [1994], « Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of The Firms », *Journal of Economic Surveys*, vol. 8, n° 3, p. 204-247.

Smith M.P. [1995], « Shareholders Activism by Institutional Investors : Evidence from CalPERS », *Journal of Finance*.

Walsh J.P., Seward J.K. [1990], «On the Efficiency of Internal and External Control Mechanisms », *Academy of Management Review*, vol. 15, n° 3, p. 421-458.

Weisbach M.S. [1988], « Outside Directors and CEO Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 431- 460.