

Les déterminants de l'ampleur des bénéfices privés : un test sur données françaises

Julien LE MAUX*

Université Paris 1 Panthéon Sorbonne

Classification JEL : G32, G35

Correspondance :

Université Paris 1 Panthéon Sorbonne UFR 06
17, Rue de la Sorbonne
75005 Paris
Tél. : (01) 40 46 31 66
E-mail : lemaux@univ-paris1.fr

Résumé : Notre objectif est d'étudier le lien entre le mode de contrôle d'une société cotée et les bénéfices privés sur le marché français, en définissant des canaux d'extraction de richesse, en mesurant ces derniers et en déterminant les principaux bénéficiaires. L'une des spécificités de notre approche est de proposer une mesure des bénéfices privés au travers des conventions réglementées.

Mots clés : actionnaires minoritaires – coalition de contrôle – conventions réglementées – jetons de présence – conseil d'administration.

Abstract : Our objective is to study the link between corporate control and private benefits in the French market. We do so by detecting methods of extracting private benefits, measuring the latter's importance and determining the principal recipients. As one specificity of our approach we propose a measure of private benefits by related party transactions.

Key words : minority shareholders – coalition of control – related party transactions – management fees – board of directors.

* L'auteur tient à remercier les participants au colloque de l'AFFI, à la journée « Jeunes chercheurs » de l'AFC, aux séminaires du CREFIB (Université Paris 1) et de l'IRG (Université Paris 12) et, plus particulièrement, M. le Professeur de La Bruslerie et Erwan Le Saout pour leurs remarques constructives. Les éventuelles erreurs relèvent de la seule responsabilité de l'auteur.

Les notions de transparence et d'égalité de traitement des actionnaires sont les bases fondamentales du bon fonctionnement des marchés financiers. En principe, chaque actionnaire devrait voir sa richesse croître avec celle de l'entreprise, proportionnellement à la part du capital qu'il détient. En réalité, ce schéma n'est pas toujours respecté et la question du pouvoir apparaît lorsque le contrôle permet de répartir la richesse créée entre les différents partenaires économiques de l'entreprise (Hamon, 2001). En effet, les acteurs économiques exerçant un contrôle sur la firme peuvent répartir de façon inégale la richesse créée, ce qui est contraire au principe d'égalité de traitement des actionnaires.

La littérature académique s'est récemment penchée sur la question de ces transferts, qualifiés de « bénéfices privés », dont profitent seulement les acteurs contrôlant la firme, au contraire des bénéfices publics qui bénéficient à l'ensemble des actionnaires et qui, eux, respectent le principe fondamental du gouvernement d'entreprise : « Une action - un droit de vote - un dividende ».

Néanmoins, malgré l'importante littérature académique internationale, nous pouvons remarquer que les travaux disponibles portant sur le marché français insistent essentiellement sur le rôle spécifique des dirigeants, sur la participation de l'équipe de direction au capital de la société ou sur l'enracinement des dirigeants (Paquerot, 1997 ; Parrat, 2000) mais encore peu sur l'importance des concepts de « bénéfices privés » ou d'« actionnaire contrôlant ».

L'objectif principal de cet article est d'opérationnaliser, sur le marché français, la notion de bénéfices privés, d'évaluer ces derniers et d'en déterminer les principaux bénéficiaires. L'une des principales spécificités de notre approche est de proposer des mesures comptables et financières des bénéfices privés. De plus, nous abandonnons la méthode traditionnelle fondée sur la seule participation du principal actionnaire au profit d'une définition pratique de la notion de coalition de contrôle, prenant en compte la structure de l'actionnariat et le conseil d'administration.

Dans cette perspective, nous reviendrons tout d'abord sur différents concepts, comme ceux de bénéfices privés et de contrôle d'une entreprise, que nous confronterons aux notions de conseil d'administration et de structure de l'actionnariat. Puis, dans un second temps, nous présenterons les indicateurs de bénéfices privés choisis dans notre méthode. Enfin, dans une troisième et dernière partie, nous

interpréterons les résultats obtenus et concluons sur la situation française.

1 Caractéristiques et conséquences du contrôle

Au cours de cette section, nous définirons les notions de bénéfices privés et de coalition de contrôle.

1.1. *Les bénéfices privés : une rente de contrôle*

Après avoir défini, à l'aide de la littérature académique, ce que sont les bénéfices privés, nous proposerons une opérationnalisation des bénéfices au travers de trois indicateurs spécifiques au cadre français.

1.1.1. *Analyse théorique*

La notion de « bénéfices privés » est apparue dans les travaux de Grossman et Hart (1988) puis a été approfondie par La Porta et *al.* (1997, 1999). Il s'agit de l'ensemble des revenus que s'attribuent les actionnaires contrôlant la société, au détriment des autres actionnaires que Jensen et Meckling nomment les « actionnaires extérieurs¹ ». Cette notion d'actionnaire de contrôle a été définie juridiquement dans une décision de la Cour de justice du Delaware (Bebchuk et Kahan, 1999). En effet, la Cour expose l'ensemble des pouvoirs dont dispose cette catégorie d'actionnaires : élire les directeurs, demander l'arrêt de l'entreprise, payer les autres actionnaires pour les sortir de la firme, fusionner avec une autre entreprise, amender le certificat de constitution de société et/ou altérer matériellement la nature de la firme et les intérêts publics des actionnaires. Ce dernier pouvoir, l'« altération matérielle des intérêts publics des actionnaires », est la reconnaissance explicite de la part du juge de l'existence d'une capacité d'extraction de bénéfices privés.

Bebchuk et *al.* (1999) confortent ces conclusions en montrant comment les actionnaires contrôlants peuvent poursuivre des objectifs contraires à ceux des actionnaires extérieurs. Cette différence d'objectifs est encore plus probable lorsque les actionnaires contrô-

¹ *Outside shareholders.*

lants participent activement à la gestion de l'entreprise et/ou qu'ils disposent d'un niveau de droits de vote supérieur à leur participation dans le capital de la firme (Claessens et *al.*, 2000).

Même si une revue de la littérature (Le Maux, 2002), dont est extrait le tableau 1, ne nous a pas permis d'identifier une définition commune des bénéfices privés, nous avons pu observer que l'idée fondamentale reprise par l'ensemble des auteurs est qu'il s'agit d'une expropriation des actionnaires extérieurs à la coalition de contrôle du processus de redistribution de la valeur créée par la société.

Tableau 1 – Définition des bénéfices privés

Auteurs	Définitions des bénéfices privés et/ou des bénéfices de contrôle
Aggarwal et Samwick (2002)	Les hypothèses utilisées dans les travaux sur l'enracinement des dirigeants sont reprises pour qualifier les bénéfices privés : recherche de réputation, de prestige, effet d' <i>hubris</i> ,...
Bebchuk et Kahan (1999)	Toute valeur capturée par les agents contrôlant la firme après le conflit et non partagée avec l'ensemble des actionnaires est un bénéfice privé.
Ehrhardt et Nawak (2002)	Les bénéfices privés sont : - les « <i>transactions avec soi même</i> » (vol, abus de biens sociaux, ...); - les « <i>procédures de dilution</i> » qui augmentent les bénéfices des actionnaires de contrôle sans altérer les bénéfices des minoritaires ; - les « <i>agrément</i> s » qui sont des bénéfices privés non pécuniaires matérialisés par la recherche d'une utilité attachée à la possession d'un bien (ex : New York Times), même si celui ci n'est pas valorisable financièrement ; - la « <i>réputation</i> » (prestige social, ...)
Field et Karpoff (2001)	Seuls les salaires et bonus sont utilisés pour mesurer les bénéfices privés.
Grossman et Hart (1988)	Les gains de synergies réalisés par l'acquéreur, la capacité à « sortir » les actionnaires minoritaires à une valeur inférieure au marché et la dispersion des ressources représentent les bénéfices privés.
Johnson et <i>al.</i> (2000)	Les bénéfices privés sont les ressources transférées en dehors de la firme au bénéfice de ceux qui la contrôlent. Ils proviennent des transactions avec soi-même (rémunérations excessives, garantie de prêt) ou des transferts d'actifs (<i>insider trading</i> , ...).
Modigliani et Perotti (2001)	Les bénéfices privés sont les transferts d'actifs à prix arbitraire, les transferts d'investissement à un prix minoré et la vente de blocs de contrôle sans traitement égal des actionnaires minoritaires.
Nussebaum (1997, 1998)	L'auteur définit les bénéfices privés comme étant l'ensemble des avantages dont bénéficie l'actionnaire qui contrôle la société par rapport aux actionnaires minoritaires, qu'il s'agisse du pouvoir de gérer, de prendre des décisions stratégiques, de bénéficier de synergies avec d'autres sociétés et/ou de la possibilité pour les dirigeants de valoriser leur capital humain personnel.

Après cette brève revue de la littérature, nous proposons trois mesures réelles et concrètes des bénéfices privés en France.

1.1.2. Définition matérielle des bénéfices privés

La définition matérielle des bénéfices privés pose un réel problème. En effet, étant « privés », ils sont difficilement disponibles. De plus, il est nécessaire d'isoler les éléments représentatifs de l'extraction de richesse des indicateurs qui pourraient être altérés par l'incompétence des dirigeants. Enfin, nous tenons à indiquer que les indicateurs choisis doivent être publiés dans les rapports annuels des différentes sociétés, l'objectif étant naturellement d'éliminer toute part de subjectivité ou d'informations privées.

Nous pouvons ainsi définir trois moyens de transfert de richesse au profit de membres de la coalition de contrôle : les conventions réglementées, les dépenses non déductibles et les jetons de présence.

Le premier indicateur a déjà été retenu par Lamba et Stapledon (2001) qui lient positivement la part du premier actionnaire et le montant des conventions réglementées sur le marché australien. Les deux autres n'ont par contre jamais été retenus comme mesures des bénéfices privés. Concernant les dépenses non déductibles, la raison principale est qu'il s'agit d'une mesure liée à la législation fiscale française, alors que pour les jetons de présence, il s'agit plus d'une raison liée à l'interprétation de cette rémunération : *a priori*, il ne s'agit que d'une rémunération du contrôle et non de bénéfices privés.

De plus, nous avons volontairement choisi trois indicateurs hétérogènes : les dépenses non déductibles revenant aux dirigeants, les conventions réglementées relatives aux administrateurs et dirigeants et les jetons de présence aux seuls administrateurs. Ceci nous permet de capter un maximum de transferts illégitimes de richesse tout en isolant certains bénéficiaires.

Toutefois, nous prenons soin de ne pas comparer et de ne pas cumuler l'ensemble de ces mesures, afin de ne pas disposer d'un indicateur unique qui serait, lui, hétérogène.

a) Les conventions réglementées

Pour éviter qu'un acteur économique ne profite de ses fonctions et/ou de son influence pour conclure, à son unique profit, une convention désavantageuse pour la société dans laquelle il est en fonction, le Code de commerce prévoit un mécanisme d'autorisation préalable de certaines conventions conclues entre la société et l'un de ses contrôleurs.

Avant la loi NRE, le champ d'application de ces conventions dites « réglementées » était limité, par l'ancien article 101 du Code de commerce, aux cas suivants : les conventions intervenant entre une société et l'un de ses administrateurs ou directeurs généraux, les conventions auxquelles un administrateur ou directeur général est indirectement intéressé ou dans lesquelles il traite avec la société par personne interposée (par exemple, si la convention est conclue entre la société et le conjoint de l'administrateur ou directeur général) et les conventions intervenant entre une société et une entreprise, si l'un des administrateurs ou directeurs généraux de la société est propriétaire, associé indéfiniment responsable, gérant, administrateur, directeur général ou membre du directoire ou du conseil de surveillance de l'entreprise.

Il est apparu au législateur que les risques de conflits d'intérêts ne se situaient pas seulement au niveau des dirigeants de la société. Un associé disposant d'une part importante des droits de vote et qui n'est ni dirigeant, ni administrateur, peut également imposer à la société dont il est actionnaire une convention préjudiciable.

Ainsi, sont désormais visées par l'article L. 225-38 du Code de commerce les conventions suivantes : « *Toute convention intervenant directement ou par personne interposée entre la société et son directeur général, l'un de ses directeurs généraux délégués, l'un de ses administrateurs, l'un de ses actionnaires disposant d'une fraction des droits de vote supérieure à 5 % ou, s'il s'agit d'une société actionnaire, la société la contrôlant au sens de l'article L. 233-3, doit être soumise à l'autorisation préalable du conseil d'administration. Il en est de même des conventions auxquelles une des personnes visées à l'alinéa précédent est indirectement intéressée.* »

L'étude de ces conventions conforte notre choix de l'intégration du conseil d'administration comme organe de contrôle de la société, le contrôle des conventions réglementées entrant dans le champ de ses attributions spéciales.

L'étude portant sur une période antérieure à la loi NRE, nous n'avons pu bénéficier de la réforme légale. Toutefois, celle-ci n'aurait eu qu'un impact limité en raison du fait que les principaux actionnaires d'une société appartenant au CAC 40 et au SBF 120 sont également présents en tant qu'administrateurs ou membres du conseil de surveillance. Ainsi, les administrateurs d'une holding font souvent partie du conseil d'administration ou de surveillance des sociétés détenues.

b) Les dépenses non déductibles

Répondant à une règle de bon ordre fiscal, cette résolution concerne le plus souvent des montants de dépenses modestes au regard des comptes d'un groupe. Toutefois, elle offre un droit de regard dans les méthodes de gestion pratiquées : par exemple, lorsqu'en période de pertes importantes, le poste de dépenses somptuaires reste maintenu à son niveau, l'actionnaire peut se poser des questions sur la gestion de la société.

Cette résolution, qui doit être votée lors de l'assemblée générale ordinaire, est souvent présentée dans le cadre de la résolution d'approbation des résultats. « *Elle semble apparaître plus fréquemment et sans doute sous la pression des commissaires aux comptes* » (Proxinvest, 2001). On la retrouve ainsi lors de l'assemblée générale de petites sociétés pour désigner un parc de voitures de fonction de forte cylindrée.

c) Les jetons de présence

Le choix des jetons de présence comme indicateur de bénéfices privés peut faire l'objet d'une vive controverse. Toutefois, cette interprétation n'a nullement pour objet de remettre en cause le principe de la rémunération du contrôle. Nous adoptons seulement ici une vision quelque peu pessimiste qui ferait des jetons de présence un moyen dont disposent les personnes contrôlant une société pour faire collusion avec les administrateurs chargés de contrôler, et ainsi pouvoir réaliser des opérations de transfert de richesse de façon discrète.

L'assemblée générale des actionnaires peut allouer des jetons de présence aux administrateurs, en rémunération de leur activité, sous la forme d'une somme fixe annuelle. L'assemblée détermine librement le montant de ces jetons de présence en votant une somme globale. Ainsi, et à la différence des dividendes versés aux actionnaires, il n'est pas nécessaire qu'un bénéfice distribuable soit constaté pour que la société alloue des jetons de présence.

La répartition des jetons de présence entre les différents administrateurs est effectuée librement par le conseil d'administration, celui-ci pouvant, par exemple, allouer une part plus importante aux administrateurs les plus assidus. Le rapport Viénot rappelle à cet égard que « *l'administrateur doit être assidu et participer à toutes les réunions du conseil* ». Quant à la rémunération de l'administrateur, il est précisé dans le rapport « *qu'à défaut de détenir les actions de la société*

lors de son entrée en fonction, l'administrateur doit utiliser ses jetons de présence à leur acquisition ».

Ces exigences se trouvent renouvelées et quelque peu renforcées par le rapport de la Commission du gouvernement d'entreprise de l'AFG-ASFFI : la fixation des jetons de présence doit être, comme la rémunération des dirigeants, « *liée à la hausse comme à la baisse, à la performance et à l'évolution de la valeur intrinsèque et du titre de la société* » et, par ailleurs, les membres du conseil doivent être actionnaires et investir au moins le montant du jeton de présence en actions de l'entreprise.

Ces trois mesures de bénéfices privés présentent l'intérêt d'être observables au travers des rapports annuels des sociétés, en raison d'une obligation légale. Toutefois, nous verrons qu'en pratique, elles ne sont pas toujours présentes dans ces documents.

1.2. Définition de la coalition de contrôle

Nous définissons la coalition de contrôle comme l'ensemble des acteurs économiques disposant des caractéristiques suivantes :

- un accès à l'ensemble des outils et mécanismes de gestion et de contrôle (par exemple : audit interne, décisions stratégiques...). Cet accès est, par définition, impossible aux actionnaires extérieurs ;
- une large information concernant la société contrôlée : la coalition de contrôle, qui est au centre du nœud de contrats que représente la firme, dispose d'un meilleur accès à l'information comparativement à l'ensemble des partenaires de la firme.

La littérature classique en gouvernement d'entreprise s'appuie sur deux principaux volets théoriques. Tandis que des auteurs comme Berle et Means (1932) ou Grossman et Hart (1976) se sont focalisés sur des entreprises dont l'actionnariat est dispersé et où le pouvoir revient essentiellement aux managers, Jensen et Meckling (1976) ou Shleifer et Vishny (1986) ont, inversement, analysé les situations où un actionnaire dominant dicte la politique de l'entreprise, les autres actionnaires n'ayant aucun pouvoir de contrôle. Ainsi, dans l'ensemble de ces modèles, la coalition de plusieurs actionnaires n'est que peu évoquée.

Au contraire, Bennedsen et Wolfenzon (2000) entendent analyser le cas dans lequel les actionnaires sont suffisamment importants pour exercer un contrôle sur le management de l'entreprise sans pour au-

tant que l'un d'entre eux puisse le faire seul. La formation de coalitions s'impose donc de fait.

Cette conception de la coalition de contrôle est issue des travaux de Jensen et Meckling (1976) qui définissent deux catégories d'actionnaires :

- les « *inside shareholders* », ou « actionnaires de contrôle », qui participent activement à la gestion de la firme;
- les « *outside shareholders* », ou « actionnaires extérieurs », qui sont les actionnaires passifs ne pouvant intervenir dans la politique de la firme.

Notre modèle de la coalition de contrôle, une fois appliqué au cadre français, comprend deux catégories d'agents économiques qui répondent aux caractéristiques définies ci-dessus :

- les dirigeants. 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 économiques.
- les actionnaires importants². D'une part, ils sont mieux informés que les autres actionnaires, notamment parce qu'ils peuvent mobiliser aisément des moyens plus importants (avocats, audit, ...). D'autre part, ils disposent d'un pouvoir plus fort au sein des assemblées générales car ils peuvent influencer les votes des résolutions, le nombre important des voix qu'ils détiennent leur évitant d'avoir à mobiliser d'autres actionnaires pour faire voter ou contester la gestion des dirigeants.

L'examen de la coalition de contrôle sur le marché français nous a amené à contester l'opinion traditionnelle sur l'assemblée générale, qui la considère comme pouvant être un lieu de vives contestations. Selon Colette Neuville³, présidente de l'Association de Défense des Actionnaires Minoritaires, le rôle de l'assemblée générale est très réduit en France : « *Sur le papier, le fonctionnement est démocratique ; dans les faits, il n'en est rien* ».

Le tableau 2, présentant le taux moyen d'approbation des résolutions proposées en assemblée générale, illustre cet abandon de toute contestation, qu'elle soit vive ou non.

² Traduction de l'expression « *Large shareholders* ».

³ « *Les patrons ne sont pas assez contrôlés* », *Le Nouvel Observateur*, 7 mai 2002, p. 7.

Tableau 2 – Moyenne de taux d'approbation des résolutions présentées en assemblée générale (Source : Proxinvest – 2001)

1999	2000	2001
97,46 %	97,29 %	98,58 %

Dans cette étude, nous avons choisi de retenir le seuil de 40 % du capital pour définir le contrôle majoritaire⁴, pour deux raisons : d'une part, l'importante dispersion de la répartition du capital des sociétés cotées tend à ne pas retenir les seuils de 50 % et 66 %, d'autre part, les nombreuses dérogations au lancement d'une offre publique d'acquisition tendent à rendre le seuil de 33 % non pertinent⁵. De même, l'« influence notable » n'est pas le contrôle (Schmidt, 1998). Par ailleurs, nous ne retenons nullement une éventuelle participation en termes de droits de vote pour la raison essentielle qu'en France, les droits de vote doubles ne sont pas cessibles. Ils n'apparaissent qu'après une détention ininterrompue de deux à quatre ans, selon les statuts de la société. Dès que les actions sont cédées, les éventuels droits de vote doubles qui leur sont associés deviennent caducs.

Notre typologie permet donc de disposer d'un échantillon correctement réparti puisque 16 sociétés du CAC 40 et 35 du SBF 80 disposent d'un actionnaire détenant plus de 40 % du capital⁶.

La définition du contrôle pour chaque société de l'échantillon a pour but de définir l'ensemble des actionnaires associés à la gestion commune de la politique de la société-cible. Cette association peut être matérialisée :

– Soit par un pacte d'actionnaires : les pactes d'actionnaires représentent un véritable moyen de constitution d'un groupe de contrôle (Becht et *al.*, 1998). L'analyse du contenu de ces conventions indiquant des liens entre les actionnaires (clause d'agrément, ...) nous a permis de distinguer les membres de la coalition de contrôle. « L'existence des pactes d'actionnaires nous dit clairement qu'il faut penser autrement le gouvernement de nos entreprises » (Ducouloux-

⁴ Ce seuil de 40 % avait également été le seuil de contrôle retenu dans l'affaire Havas/Générale des Eaux en 1997.

⁵ Nous faisons ici abstraction de l'approche fiscale qui ne présente pas un grand intérêt.

⁶ 11 sociétés du CAC 40 disposent d'un actionnaire détenant plus de 50 % du capital.

Favard, 1998). Nous pouvons observer une importante utilisation des pactes d'actionnaires. 45 % des sociétés appartenant au CAC 40 et 29 % de celles composant le SBF 80 disposent d'un ou de plusieurs pactes d'actionnaires. Cette information tend non seulement à réduire l'intérêt de l'étude du seul actionnaire principal, mais surtout elle renforce l'hypothèse de l'existence non pas d'un actionnaire de contrôle, mais d'une coalition de contrôle. Cette information remet également en cause les travaux fondés sur la présence du second actionnaire comme un « surveillant » du premier. Ceci semble confirmé par le fait que les cas d'un actionnaire dominant sans deuxième actionnaire détenant plus de 10 % sont les plus fréquents en France (64,5 %) (Hamon, 2001).

– Soit par des liens familiaux : la présence de plusieurs holdings familiales, détenues le plus souvent par les fondateurs de la société ou leurs descendants, nous permet de noter l'existence d'une coalition de contrôle.

– Soit par le statut des actionnaires : nous retenons ici l'hypothèse que certains administrateurs sont membres, par définition, de la coalition de contrôle dès lors qu'ils sont actionnaires et qu'ils siègent au conseil d'administration grâce à un représentant permanent ou à un administrateur représentant l'actionnaire.

Une fois la notion de contrôle définie, il est nécessaire d'intégrer le concept de bénéfices privés.

Dans cette perspective, notre recherche sur les conflits entre agents économiques doit se situer non pas dans le cadre de l'assemblée générale, qualifiée de « *chambre d'enregistrement* » (Neuville, 2001), mais au cœur du conseil d'administration, lieu stratégique en termes de pouvoirs et de prises de décisions. Notre démarche consiste à nous intéresser aux dirigeants et aux administrateurs plutôt qu'aux actionnaires. En effet, les actionnaires contrôlants, nommant les dirigeants et la majorité des administrateurs, disposent du pouvoir de définir les caractéristiques de la politique de la société. Or, l'un des aspects de cette politique peut être l'extraction de bénéfices privés.

L'objectif de la présente étude empirique est de démontrer que les actionnaires minoritaires, aussi qualifiés d'actionnaires extérieurs à la coalition de contrôle, peuvent voir leur patrimoine lésé par cette dernière. Cette démonstration permettrait alors d'expliquer l'existence de la prime de contrôle et de la décote de minorité, couramment utilisées dans les procédures d'évaluation de sociétés. « *Ce qui s'applique aux*

primes de contrôle s'applique également aux décotes de minorité » (Nussebaum, 1998).

Il est intéressant de noter que le Conseil constitutionnel s'est prononcé sur cette question lorsqu'il a examiné la loi de privatisation de TF1, dans un arrêt du 18 septembre 1986, et qu'il a précisé : « *Le prix d'acquisition d'un ensemble d'actions donnant à un groupe d'acquéreurs le contrôle de la société doit être fixé en tenant compte de cet avantage spécifique.* »⁷

Ainsi, après avoir présenté la méthode sur laquelle repose notre étude empirique, nous présenterons nos hypothèses.

2. Méthode

2.1. Échantillonnage

Après avoir défini l'échantillon de notre analyse et la méthode de collecte des données, nous décrivons la composition des conseils d'administration et la comparaison effectuée avec la structure de l'actionariat.

2.1.1. Définition de l'échantillon

L'échantillon de cette étude correspond à la population récurrente du SBF 120 sur trois exercices consécutifs (1998, 1999 et 2000) afin de vérifier la constance des résultats obtenus.

Toutefois, différents retraitements ont été nécessaires afin d'exclure :

- les sociétés, commerciales ou industrielles, ayant connu un changement de périmètre important : cela nous a entraîné à exclure un nombre relativement important de sociétés, en raison de l'importante vague de rapprochements d'entreprises durant la période étudiée ;
- les banques et sociétés d'assurances, qui disposent d'un système de comptabilité propre et dont les rapports portant sur les conventions réglementées sont particulièrement peu visibles ;
- les firmes existantes sous la forme de SCA qui présentent, en raison de leur structure, un faible intérêt en termes de gouvernance d'entreprise, les gérants commandités n'étant pas contrôlés.

⁷ La constatation de fortes progressions de cours lors de l'ouverture complète du capital au public de sociétés contrôlées par l'Etat est, selon Zingales (1994), la preuve de

Tableau 3 – Échantillon

Échantillon initial	120 sociétés	100 %
Changement important de la société (fusion, ...)	- 25 sociétés	(21 %)
Sociétés d'assurances et banques	- 10 sociétés	(8 %)
SCA	- 4 sociétés ⁸	(3 %)
Informations indisponibles	- 23 sociétés	(19 %)
Échantillon final	58 sociétés	49 %

Concernant la plus ou moins bonne volonté des entreprises à communiquer les informations relatives à nos variables, nous devons noter que l'existence d'un biais est possible. En effet, l'absence de transparence d'un grand nombre de sociétés (19 % de l'échantillon) laisse penser que les informations non fournies ne peuvent être favorables, en termes de réputation, à la coalition de contrôle en place.

L'analyse de la composition de la structure de l'actionariat et du conseil d'administration nous a permis de répartir les entreprises selon la distribution présentée dans le tableau 4 :

Tableau 4 – Composition de l'échantillon

Absence de contrôle	Contrôle minoritaire	Contrôle majoritaire	Total
10 sociétés	18 sociétés	30 sociétés	58 sociétés

Le tableau 5 présente les moyennes, médianes et écart-type de la part du premier actionnaire dans le capital de la société.

Tableau 5 – Principales caractéristiques de l'actionariat

Appartenance à une coalition de contrôle		Part du premier actionnaire		
		1998	1999	2000
Absence de contrôle	Moyenne	12,78 %	12,25 %	13,69 %
	Écart-type	8,81 %	8,50 %	8,95 %
Contrôle minoritaire	Moyenne	15,89 %	16,37 %	11,60 %
	Écart-type	9,77 %	9,21 %	6,91 %
Contrôle majoritaire	Moyenne	41,44 %	41,73 %	37,04 %
	Écart-type	18,58 %	17,23 %	18,70 %

Nous pouvons noter que la part moyenne détenue par le principal actionnaire dans une société contrôlée majoritairement est inférieure au seuil des 40 % pour l'année 2000. Ceci est principalement dû au fait que notre définition du « contrôle majoritaire » ne se fonde pas sur la seule participation du premier actionnaire, mais sur la participa-

l'existence de bénéfices privés.

⁸ Les sociétés sont Eurodisney, Lagardère, Michelin et Hermès International.

tion de l'ensemble des actionnaires de la coalition de contrôle. Ce constat conforte notre hypothèse d'abandon de l'expression de « majorité de contrôle ».

Le principal instrument permettant de lier les différents actionnaires de la coalition est le pacte d'actionnaires. Ce contrat, qui lie différents actionnaires, implique nécessairement, si la somme des participations est supérieure à 40 %, une coalition de contrôle, alors que la part de chacun des membres peut être très faible.

2.1.2. Collecte des données

Les données concernant la composition du conseil d'administration et de l'actionnariat ont été obtenues à partir d'un document principal, le rapport annuel et de différentes sources secondaires (par exemple, le guide des États-majors). Les variables comptables et financières ont également été obtenues par la lecture des rapports annuels, complétée par l'utilisation d'une base de données financières (Diane). Enfin, concernant les variables juridiques (droit de vote double, seuil de déclaration...) et celles relatives au gouvernement d'entreprise (conventions réglementées, jetons de présence et dépenses non déductibles), les sources des données ont été les rapports annuels et la base de données mise à disposition par la société Proxinvest.

Avant tout, nous avons dû répondre à deux questions de méthode :

– Quel critère retenir concernant les actionnaires : les droits de vote ou la participation en capital ?

L'objectif du présent travail de recherche est de démontrer l'existence d'une rémunération illégitime d'une certaine catégorie d'actionnaires, qui présente la particularité de contrôler la société. Ayant précédemment choisi d'abandonner l'assemblée générale comme représentant du pouvoir politique dans l'entreprise au profit de l'étude du conseil d'administration, il nous a semblé légitime de ne pas prendre en compte les droits de vote de manière générale, et les droits de vote double en particulier, utilisables uniquement en assemblée générale. De plus, les droits de vote représentent les droits politiques de l'actionnaire. Or, en prenant en compte la composition du conseil d'administration, principal organe politique de l'entreprise, notre méthode introduit bien la double décomposition répartition des

droits financiers (% du capital) et des droits politiques (% de représentation au conseil d'administration).

Enfin, la mesure des bénéfices privés nécessite la prise en compte de la participation au capital dans notre modèle. En effet, par définition, ces bénéfices sont ceux attribués illégitimement (et non illégalement) à un ou plusieurs actionnaires par rapport à l'investissement qu'ils ont effectué dans le capital de la société.

– Comment interpréter l'autocontrôle ?

Étant donné que nous utilisons une approche en termes de capital et non de droits de vote, se pose le problème de l'interprétation de l'autocontrôle, c'est-à-dire des titres de la société détenus par elle-même. Dans cette perspective, nous avons choisi d'intégrer cette participation à celle de la coalition de contrôle, étant donné le rôle stratégique que peut avoir cette part du capital.

Tableau 6 – *Exemple d'Alcatel (Rapport annuel 2000)*

Part du principal actionnaire	Part du capital en autocontrôle
1,33 % (Société générale)	9,55 %

Une détention de ses propres titres d'un tel niveau indique une politique d'intervention active sur les marchés de la part de la direction de la société qui entraîne alors un certain nombre de conséquences (problèmes de liquidité, de surélévation des cours...). L'affaire André, en 2000, nous montre l'utilisation qu'une société peut effectuer de ses propres titres : alors que deux actionnaires, le fonds NR Atticus et Wyser Pratte, détenteurs de 32 % et 9 % du capital, tentaient d'agir pour obtenir un changement de dirigeants, ces derniers ont obtenu de la justice le droit de vendre les titres d'autocontrôle à un « chevalier blanc » pour éviter d'être destitués.

2.1.3. Composition du conseil d'administration

La première étape de notre test est d'étudier les membres des conseils d'administration des sociétés de notre échantillon afin de connaître l'existence d'une coalition de contrôle et l'appartenance des administrateurs à celle-ci.

Avant de poursuivre, il est nécessaire de cerner les différents types de société :

– La société anonyme à conseil d'administration : il s'agit du cas le plus simple, chaque administrateur est étudié.

– La société anonyme à conseil de surveillance : dans le cadre de l'étude de ce type de société, nous n'étudions que le conseil de surveillance. En effet, selon l'article 226-9 du code de commerce : « *Le conseil de surveillance assume le contrôle permanent de la gestion de la société. Il dispose, à cet effet, des mêmes pouvoirs que les commissaires aux comptes.* ».

Ensuite, nous pouvons définir deux types de membres de la coalition : les membres par nature et ceux dont le statut nécessite une analyse au cas par cas.

Les actionnaires membres par nature de la coalition de contrôle, en raison de leurs statuts, sont :

– les Banques et assurances. Selon une étude de la COB de 1997⁹, les établissements bancaires et les sociétés d'assurance disposent d'informations abondantes, qui peuvent même parfois être non disponibles pour les autres actionnaires : « *le pouvoir bancaire procède d'un rapport de force construit sur une information privée, abondante et secrète, et des relations bilatérales secrètes* » (Orléan, 1999). Brickley et al. (1988) et Sherman et al. (1998) posent l'hypothèse de leur affiliation à la coalition de contrôle¹⁰. Au contraire, nous estimons qu'il ne s'agit là que du simple résultat de leur travail de connaissance des partenaires économiques, lié essentiellement à leur activité principale de prêteur. Toutefois, dès lors que les représentants de banques et assurances sont à la fois actionnaires et membres du conseil d'administration, quelle que soit la taille de leur participation au capital, nous considérons qu'ils sont membres de la coalition de contrôle ;

– l'État. Nous émettons l'hypothèse que la présence d'un État, français ou étranger, au sein d'un conseil d'administration suppose son appartenance à la coalition de contrôle. Cette hypothèse n'est toutefois pas forte puisque la présence de l'État est relativement faible, celui-ci ne détenant, en moyenne, que 6 % du capital des sociétés cotées.

– les actionnaires salariés non-dirigeants. Ces acteurs économiques peuvent être affiliés à la coalition de contrôle, surtout si cette dernière leur offre des avantages directs, tels qu'un sursalaire ou des promo-

⁹ Bulletin COB, 1997, « *La communication financière des sociétés cotées* ».

¹⁰ Ces auteurs démontrent également que les fonds de pension et autres fondations tendent généralement à s'opposer au groupe de contrôle existant.

tions ainsi que le maintien de leur emploi (Girard, 2001). Leur motivation à contrôler efficacement les dirigeants sera alors une fonction croissante de leur investissement spécifique à la firme, tant en capital humain qu'en actions, mais aussi de leur degré d'indépendance vis-à-vis de la coalition de contrôle (Desbrières, 1997).

Après avoir défini les membres de la coalition de contrôle, nous pouvons analyser le cas des administrateurs qui nécessite une analyse au cas par cas :

- le président du conseil d'administration, s'il n'est pas directeur général, devra faire l'objet d'une étude particulière pour savoir s'il peut être considéré comme faisant partie de la coalition de contrôle. Toutefois, les conseils d'administrations français proposent peu de présidents indépendants.

- les directeurs généraux, et le président directeur général si les deux fonctions ne sont pas séparées, peuvent être considérés comme des représentants d'un certain niveau d'autocontrôle de la société. En effet, les nombreux travaux sur l'enracinement des dirigeants (Paquetrot, 1997 ; Pigé, 1998 ; Parrat, 2000) tendent à démontrer que les intérêts des dirigeants ne convergent pas avec les intérêts des actionnaires ;

- les administrateurs de sociétés contrôlantes. Notre approche consistera à considérer tout administrateur de la société-cible de l'étude, qui est également administrateur d'une des sociétés actionnaires, comme représentant de cette dernière;

- lorsqu'il y a présence d'administrateurs croisés dans deux sociétés, même en cas d'absence de participations de chacune dans l'autre, nous ne pouvons qualifier les administrateurs d'indépendants. Dans ce cas, il est nécessaire d'effectuer un reclassement : seront qualifiés comme contrôlants les administrateurs disposant du poids le plus important dans le conseil d'administration de l'autre société.

Considérons, par exemple, la société A qui dispose de 2 administrateurs dans le conseil d'administration de la société B, cette dernière disposant d'un administrateur dans la société A.

Tableau 7 – Exemple d'administrateurs réciproques

	Société A	Société B
Nombre de membres au C.A	12	18
Nombre d'administrateurs réciproques	1	2
Poids des administrateurs réciproques	1/12	1/9

Nous supposerons alors que les administrateurs de la société B sont les « administrateurs contrôlants ».

– les administrateurs salariés. Comme nous avons déjà pu le définir, nous intégrerons les administrateurs salariés à la coalition de contrôle.

– les administrateurs indépendants. Le premier rapport Viénot estime « *que la meilleure formule consiste à nommer plusieurs administrateurs indépendants dans les sociétés contrôlées plutôt que de tenter d'assurer une représentation spécifique des minoritaires* ». En effet, la présence d'administrateurs indépendants, libérés de l'influence, à la fois de la direction et des actionnaires, doit permettre d'assurer au conseil une expertise objective sur la façon dont l'entreprise est dirigée. L'apparition de cette catégorie d'administrateurs modifie la composition du conseil d'administration pour l'American Law Institute (Le Joly et Moingeon, 2001) : « *Une majorité des membres du conseil d'administration et des comités spécialisés doit être composée d'administrateurs extérieurs sans lien significatif avec la société* ».

Dans un souci d'homogénéité, afin de pouvoir qualifier un administrateur d'indépendant, nous avons utilisé la définition de Calpers : « *Un administrateur indépendant n'a pas été employé par la société à un poste de direction au cours des cinq dernières années, n'est pas un conseiller ou un consultant de la société ou un membre de l'ancienne équipe dirigeante, n'est pas lié à un fournisseur ou à un client significatif de la société, n'a personnellement aucun contrat avec la société, n'est pas lié à une société qui reçoit des contributions significatives de la société dont il est administrateur, n'est pas employé par une société publique dans laquelle un membre du comité exécutif est administrateur de la société, et aucun membre de sa famille n'a les caractéristiques ci-dessus.* »

La notion d'indépendance nécessite une analyse approfondie des administrateurs. Pour le prouver, nous pouvons citer l'exemple suivant (Neuville, 2002) : « *Prenons l'exemple de Vivendi Universal : le rapport annuel 2002 classe Marc Viénot, président du comité des comptes, comme administrateur indépendant. Or, il est également le président d'honneur de la Société Générale, banque historique, mais également le plus important créancier, du groupe* ». Dans ces conditions, le qualificatif d'indépendant doit être remis en cause lors de l'étude de chaque administrateur.

2.1.4. Comparaison structure de l'actionnariat - conseil d'administration

Après avoir défini, dans un premier temps, la répartition des pouvoirs au sein du conseil d'administration, puis dans un second temps, au sein de la communauté des actionnaires, le poids en termes de votes lors de la prise de décisions au conseil d'administration est alors comparé au poids financier dans le capital de la société étudiée.

Lors de cette confrontation de la structure de l'actionnariat avec celle du contrôle, nous supposons que les administrateurs externes sont représentatifs des actionnaires minoritaires. Cette hypothèse repose sur les travaux de Baysinger et Butler (1985), qui supposent que la présence d'administrateurs externes dans le conseil d'administration permet de mieux satisfaire les objectifs des actionnaires. Au contraire, dans le cas où le conseil est dominé par des administrateurs qualifiés d'« internes », que nous interpréterons comme membres de la coalition de contrôle, la recherche d'intérêts personnels peut prédominer et ainsi faire naître un certain nombre de conflits d'intérêts.

Tableau 8 – Conseil d'administration Vs Actionnariat

Conseil d'administration		Actionnariat	
Actionnaire A	XX %	Actionnaire A	XX %
Actionnaire B	XX %	Actionnaire B	XX %
Représentants salariés	XX %	Actionnariat salarié	XX %
Administrateurs indépendants	XX %	Actionnaires extérieurs	XX %
Administrateurs – managers	XX %	Autocontrôle	XX %
Total	100 %	Total	100 %

Au cours de notre étude, nous proposerons une autre typologie disposant de trois modalités, dont le facteur de différenciation est le niveau de contrôle (cf. tableau 9).

Tableau 9 – Typologie du contrôle d'une société

Sociétés contrôlées majoritairement	Sociétés contrôlées minoritairement	Sociétés non contrôlées
Ce sous-ensemble est constitué de l'ensemble des sociétés disposant d'un actionnaire majoritaire (au seuil de 40 %).	Ce sous-ensemble comprend l'ensemble des sociétés disposant d'une coalition de contrôle majoritaire au conseil d'administration, sans être majoritaire au capital (au seuil de 40 %).	Ce sous-groupe est constitué de l'ensemble des sociétés ne disposant pas d'une coalition de contrôle majoritaire dans le capital et au conseil d'administration.

Notre typologie prend en compte les « *actionnaires contrôlants minoritaires* » (Cronqvist et Nilsson, 2000) qui, malgré leurs positions de minoritaires au sein du capital de la firme, détiennent le contrôle.

2.2. Hypothèses

Nous posons comme référence la situation des sociétés ne disposant pas d'une coalition de contrôle.

En cas de présence d'une coalition de contrôle majoritaire :

Hypothèse a : la coalition de contrôle utilise sa position dominante et l'absence de risque de prise de contrôle hostile pour extraire des bénéfices privés de la société contrôlée. Les bénéfices privés ont un niveau élevé.

En cas de présence d'une coalition de contrôle minoritaire :

Hypothèse b : la coalition minoritaire profite des outils de gestion mis à sa disposition pour extraire des bénéfices privés afin de rentabiliser sa participation, qui ne pourrait pas l'être autant avec de simples distributions de dividendes. Les bénéfices privés ont un niveau élevé.

3. Résultats empiriques

Avant d'aborder les différents canaux de flux de bénéfices privés, nous faisons le point sur la structure de l'actionnariat des sociétés étudiées.

3.1. Analyse descriptive

3.1.1 Le lien taille – bénéfices privés

Avant tout, il nous a semblé nécessaire de vérifier s'il existait une relation entre la taille de la société et le montant des bénéfices privés. Pour cela, nous avons effectué une analyse des corrélations entre les indicateurs de mesure de bénéfices privés et différentes variables financières présentée dans le tableau 10.

Tout d'abord, nous pouvons remarquer une absence de corrélation entre deux des indicateurs de bénéfices privés et les variables spécifiques au passif des entreprises (capitaux propres, dettes financières) et les variables de taille (Chiffre d'affaires, effectifs). Seuls les jetons de

présence sont fortement corrélés aux variables de passif et de taille, relation que nous analyserons par la suite.

Tableau 10 – Analyse des corrélations (Rhô de Spearman)

	Conventions réglementées	Jetons de présence	Dépenses non déductibles	Dividendes	Capitaux propres	Résultat net Part du groupe	Chiffre d'affaires	Effectifs
Conventions réglementées		0,056	-0,082	0,081	0,08	0,008	0,253	0,159
Jetons de présence	0,056		0,034	0,769***	0,846***	0,739***	0,594***	0,674***
Dépenses non déductibles	-0,082	0,034		0,185	0,072	0,049	0,113	0,076
Dividendes	0,081	0,769***	0,185		0,868***	0,825***	0,705***	0,670***

*** La corrélation est significative au seuil de 1 %. Extrait des données sur l'exercice 2000¹¹

Par contre, concernant les conventions réglementées et les dépenses non déductibles, nous pouvons remarquer une absence de relation entre le prélèvement de bénéfices privés et la politique d'endettement. De même, le RNPG ne semble nullement corrélé avec les indicateurs de bénéfices privés, en dehors des jetons de présence. Cette absence de corrélation répond parfaitement aux hypothèses concernant les bénéfices privés : ces derniers ne sont nullement fonction de la capacité de la société à créer un important résultat, mais plutôt fonction de la capacité d'action de la coalition de contrôle. Nous avons utilisé le RNPG comme variable de contrôle car il s'agit de la base de calcul de la distribution de dividendes à l'ensemble des actionnaires. Dans ces conditions, le RNPG est la source principale des bénéfices publics.

Les dividendes s'inscrivent également dans cette perspective puisqu'il s'agit des principaux bénéfices publics dont bénéficient les actionnaires extérieurs. Nous avons choisi d'introduire les dividendes afin de tester deux politiques d'expropriation contradictoires : soit la coalition de contrôle choisit d'extraire les bénéfices privés de la base servant aux bénéfices publics, soit elle verse d'importants dividendes aux actionnaires extérieurs afin de limiter leur volonté de dénoncer les bénéfices privés.

3.1.2. Les conventions réglementées

Sur la base du rapport livré aux actionnaires, nous avons recueilli le montant de l'ensemble des conventions réglementées votées pré-

¹¹ Les résultats sont similaires sur l'exercice 1998 et 1999.

sentées aux assemblées générales concernant les exercices 1998, 1999 et 2000. Nous n'avons retenu que les conventions réglementées impliquant la possibilité d'un transfert de richesse (redevances de brevets, rémunérations extraordinaires, prestations de services) et non les opérations que nous pouvons qualifier de courantes (cautionnement, conventions de trésorerie...).

Le tableau 11 nous indique une relation positive et croissante entre l'importance du contrôle et le niveau des bénéfices privés lors du passage à une coalition de contrôle majoritaire, niveau qui représente tout de même plusieurs millions d'euros.

Ainsi, le fait que la coalition de contrôle soit en même temps majoritaire en capital (au seuil de 40 %) et majoritaire au conseil d'administration entraîne une utilisation significativement plus importante des conventions réglementées. Ces résultats confirment ceux de Lamba et Stapledon (2001) sur le marché australien.

Tableau 11 – *Montant des conventions réglementées (moyenne en euros)*

(en €)	Absence de contrôle	Contrôle minoritaire	Contrôle majoritaire	Kruskal Wallis ¹
Exercice 1998	5 496	1 284	1 714 398	6,456** (0,04)
Exercice 1999	6 281	10 290	2 171 573	6,002** (0,05)
Exercice 2000	5 496	3 587	1 931 194	8,012** (0,02)

¹ : Valeur du test de Kruskal-Wallis¹² (signification).

Rejet de l'hypothèse d'absence de différence au seuil de 10 %, 5 % et 1 % : *, **, ***

La coalition de contrôle majoritaire (au seuil de 40 %), certaine de ne pas avoir à faire face à une éventuelle offre publique, utilise donc l'ensemble des pouvoirs dont elle dispose pour extraire un maximum de richesse en sa faveur et, ce, au détriment des actionnaires extérieurs.

3.1.3. Les jetons de présence

Nous pouvons noter dans le tableau 12 une absence de différence entre les types de coalition de contrôle en termes de versement de je-

¹² Le test de Kruskal-Wallis permet d'effectuer la comparaison des variances de plus de deux échantillons indépendants, de faibles effectifs, ne vérifiant pas la condition de

tons de présence. Cette conclusion, qui peut sembler contraire aux hypothèses des théories de l'enracinement¹³, doit néanmoins être atténuée. En effet, nous étudions, dans ce travail, les administrateurs et non les dirigeants (même si, dans le cas de sociétés anonymes à conseil d'administration, de nombreux dirigeants appartiennent au conseil).

Tableau 12 – Montant des jetons de présence (moyenne en euros)

	Absence de contrôle	Contrôle minoritaire	Contrôle majoritaire	Kruskal Wallis ¹
Exercice 1998	171 691	242 234	247 202	1,008 (0,60)
Exercice 1999	126 999	224 966	245 578	1,421 (0,49)
Exercice 2000	250 747	252 395	240 941	0,081 (0,96)

¹ : Valeur du test de Kruskal-Wallis (signification).

Rejet de l'hypothèse d'absence de différence au seuil de 10 %, 5 % et 1 % : *, **, ***

Malgré cette réserve, nous avons pu identifier une relation intéressante concernant les jetons de présence. Sur la base d'un échantillon de 180 sociétés cotées au SBF 250¹⁴ en 2000, nous pouvons remarquer une forte corrélation entre la rémunération des administrateurs et la capitalisation boursière, relation qui peut être expliquée par un effet « taille - travail requis ». Mais surtout, il existe une relation positive et significative entre l'indépendance du conseil d'administration et la rémunération versée à ses membres.

Tableau 13 – Corrélations de Pearson

	Jetons de présence	Indépendance du conseil d'administration	Capitalisation boursière
Jetons de présence		0,148**	0,367***
Indépendance du conseil d'administration	0,148**		0,012
Capitalisation boursière	0,367***	0,012	

** La corrélation est significative au niveau 5 %

*** La corrélation est significative au niveau 1 %

« normalité ». Il s'agit du test non paramétrique rattachable à l'analyse de variance.

¹³ Les administrateurs ne profitent pas de l'absence d'actionnaire(s) dominant(s) pour extraire un maximum de bénéfices en leur faveur.

¹⁴ Nous avons utilisé, juste pour ce tableau, la base de données de *Proxinvest* composée de 180 sociétés qui disposent des jetons de présence versés et du niveau d'indépendance des conseils d'administration.

Ceci nous conduit à trois interprétations possibles :

– l'indépendance d'un administrateur interdisant toute autre forme de rémunération de la part de l'entreprise, il est logique que la rémunération soit plus importante pour un administrateur consacrant principalement son temps de travail à cette tâche ;

– le rôle d'un administrateur indépendant étant de surveiller et contrôler les pratiques managériales au profit de l'ensemble des autres acteurs économiques, il peut exister un effet de réputation en cas d'échec de la surveillance, ce qui représente alors un risque particulier des administrateurs indépendants devant être rémunéré ;

– la troisième et dernière hypothèse pourrait être qualifiée d'hypothèse défavorable au gouvernement d'entreprise : la relation positive serait due à des « cadeaux » versés par l'entreprise afin de s'assurer de la bonne volonté des administrateurs indépendants à entrer dans le jeu des bénéfices privés.

N'ayant pu établir une quelconque relation de corrélation entre les jetons de présence et les deux autres mesures de bénéfices privés (conventions réglementées et dépenses non déductibles) alors que les jetons sont significativement liés aux variables de taille, nous ne pouvons confirmer la troisième interprétation et devons envisager que les deux premières sont corroborées.

3.1.4. Les dépenses non déductibles

L'approche des bénéfices privés par les dépenses non déductibles pose principalement le problème de leur très faible utilisation et/ou de leur divulgation par les sociétés appartenant à notre échantillon. Non seulement les résultats obtenus dans le tableau 14 indiquent que ces dépenses ne portent que sur des montants relativement faibles, mais surtout ils ne semblent pas montrer de différences significatives entre les types de contrôle. Par conséquent, aucune hypothèse n'est confirmée par l'utilisation de cette variable.

Tableau 14 – Dépenses non déductibles (moyennes en euros)

	Absence de contrôle	Contrôle minoritaire	Contrôle majoritaire	Kruskal Wallis ¹
Exercice 1998	0	2 541	18 813	4,198 (0,12)
Exercice 1999	0	4 421	16 379	2,282 (0,32)
Exercice 2000	0	4 490	26 894	3,78 (0,15)

¹ : Valeur du test de Kruskal-Wallis (signification).

Rejet de l'hypothèse d'absence de différence au seuil de 10 %, 5 % et 1 % : *, **, ***

3.2. Analyse explicative

3.2.1. Méthode et hypothèses

À la lecture des résultats de l'analyse descriptive, nous avons choisi de développer un modèle explicatif pour les seules conventions réglementées. En effet, il s'agit là de la seule variable ayant présenté des résultats avec les caractéristiques définissant les bénéfices privés. De plus, leur utilisation diffère en fonction de l'existence d'une coalition de contrôle.

Dans cette perspective, nous avons utilisé la méthode de la régression multiple pour expliquer le montant total, en valeur absolue et en valeur relative par rapport au chiffre d'affaires, des conventions réglementées, à l'aide de différentes catégories de variables :

– *La coalition de contrôle.* Nous avons vu, au cours de la partie descriptive, que les conventions réglementées étaient significativement plus importantes lors de la présence d'une coalition de contrôle majoritaire¹⁵. Nous posons donc pour hypothèse que cette dernière est une variable explicative des conventions réglementées.

Hypothèse 1 : La présence d'une coalition de contrôle agit positivement sur le montant des conventions réglementées.

– *Les variables assimilables au gouvernement d'entreprise.* L'objectif est de vérifier si la politique d'extraction de bénéfices privés est activée par le recours à des mécanismes instaurant l'opacité ou la protection de la coalition. Nous avons tout d'abord choisi la présence de seuils statutaires de détention de capital inférieurs à ceux obligeant à une déclaration publique selon la définition légale proposée par l'article L. 233-7 du Code de commerce. Cette variable est, par essence, contraire aux principes fondamentaux du gouvernement d'entreprise, car elle rend la gestion de portefeuilles de titres plus difficile et coûteux, et cela devrait donc avoir pour effet d'accroître l'opacité de la société. Nous avons complété notre modèle par l'introduction d'une autre variable, cette fois ci, favorable et respectueuse des principes du gouvernement d'entreprise : la séparation des pouvoirs entre le président et le directeur général. Palmon et Wald

¹⁵ Etant donné l'absence de résultat significatif du groupe « *contrôle minoritaire* », dans la partie descriptive, nous avons choisi de le fusionner avec le groupe « *absence de contrôle* ».

(2002) établissent un lien positif entre le passage d'une structure unique à une structure respectant la séparation et la performance comptable des firmes de taille importante¹⁶. Nous avons donc considéré que la séparation était réalisée lors de la présence d'une structure à conseil de surveillance et directoire, et dans les cas rares où le président du conseil d'administration n'apparaissait pas comme directeur général.

Hypothèse 2 : La relation entre la première variable de gouvernement d'entreprise et les conventions réglementées est positive alors qu'elle est négative avec la structure duale.

– *La richesse produite.* Nous avons choisi comme indicateur de richesse le ratio de rentabilité des capitaux propres¹⁷. Nous pourrions poser pour hypothèse qu'il existe un lien négatif entre la rentabilité des capitaux propres et les conventions réglementées, ces dernières s'inscrivant dans les charges de la société et réduisant donc le résultat net. Toutefois, cette vision serait une approche un peu trop « comptable ». Au contraire, nous supposons qu'une rentabilité des capitaux propres élevée permet à la coalition de contrôle d'extraire des bénéfices privés, sans grande contestation de la part des actionnaires minoritaires.

Hypothèse 3 : La rentabilité des capitaux propres a un impact négatif sur les conventions réglementées.

– *L'endettement.* Nous avons introduit le ratio d'endettement de la société afin de mesurer l'éventuel effet disciplinaire de la dette dans la gestion de la société. Nous rejoignons alors les conclusions de Jensen (1986) sur le fait qu'un fort endettement limite les conflits d'intérêts. Nous retenons une mesure traditionnelle d'endettement puisqu'il s'agit du rapport entre les dettes financières et les capitaux propres comptables.

Hypothèse 4 : L'endettement a un effet négatif sur le montant des conventions réglementées.

¹⁶ Le lien est négatif pour les firmes de petite taille. Les auteurs concluent sur la nécessité d'un système clair et simple de prise de décisions dans les structures de faible taille.

¹⁷ Résultat net / Capitaux propres.

– *Les variables de contrôle.* Bien que nous travaillions sur le SBF 120 et que nous pourrions nous attendre à une relative homogénéité de notre échantillon, nous avons voulu vérifier l'absence d'un effet taille par l'introduction de trois variables : effectifs, chiffre d'affaires et dividendes. Nous prêterons un intérêt particulier aux résultats obtenus à l'aide de cette dernière variable (principal indicateur de bénéfices publics) qui peut avoir un autre effet, lorsque les deux premières variables de taille sont non significatives. En effet, nous supposons que la politique de dividendes est un instrument de communication qu'utilise la coalition de contrôle pour minimiser son risque concernant l'extraction de richesse. Afin d'avoir des actionnaires moins attentifs à leur éventuelle expropriation, mais aussi parce que les principaux bénéficiaires des bénéfices privés sont aussi ceux qui recevront plus de la moitié des bénéfices publics, les dividendes représentent un levier d'extraction de bénéfices privés.

Hypothèse 5 : Les dividendes sont positivement liés aux conventions réglementées, alors que les autres indicateurs de taille sont non liés.

Néanmoins, concernant ces dernières variables de contrôle, nous avons choisi de réaliser en parallèle une étude ayant pour variable expliquée, non pas le montant total des conventions réglementées, mais le ratio entre ce montant et le chiffre d'affaires. Cette variable relative permet de prendre en compte un éventuel effet de taille selon une autre méthode.

3.2.2. Résultats

Avant tout, il est intéressant de noter, dans les tableaux 16 et 17, la progression du R^2 dans le temps. Alors qu'il était particulièrement faible en 1998, il s'élève à plus de 20 % en 1999 et 2000 pour le tableau 17 et à plus de 38 % pour les mêmes années dans le tableau 16. Parallèlement, le test de Fisher-Snedecor devient significatif les deux dernières années.

Ceci est essentiellement dû à une nette amélioration de la qualité de l'information disponible dans les rapports annuels concernant les conventions réglementées. En effet, au cours de notre collecte de données, nous avons pu noter que, pour 1998, les rapports de commissaires aux comptes sont « très insuffisants », alors qu'à partir de 1999, ils deviennent « seulement insuffisants ». Cette qualité grandissante

résulte, à notre avis, de l'intérêt marqué par la COB pour l'information financière au cours de ces années-là¹⁸ ainsi que des débats parlementaires concernant la loi NRE qui se déroulaient à l'époque et dont l'influence n'a certainement pas été négligeable.

Malgré cela, nous pouvons constater la validation de notre hypothèse fondamentale dans nos deux modèles : l'impact de la présence d'une coalition de contrôle majoritaire sur le montant des conventions réglementées est positif. Le caractère explicatif de cette présence remet partiellement en cause, tout du moins pour la France, les conclusions de Roe (2002). Ce dernier estime en effet que la structure de propriété dans une nation ne dépend pas principalement de la spoliation des actionnaires minoritaires mais plutôt des coûts d'agence managériaux. Au contraire, nous prouvons que la structure fortement concentrée explique significativement les bénéfices privés, et donc atteste de la pertinence de la cause reposant sur l'expropriation.

Le rôle explicatif de la coalition majoritaire a un intérêt important en pratique. Il permet en effet de justifier une technique courante dans les évaluations de participations minoritaires : la décote de minorité. Cette dernière voit donc son existence justifiée par l'expropriation des détenteurs de telles participations par les coalitions majoritaires qui extraient des bénéfices privés par voie de conventions réglementées, mais aussi, nous pouvons le supposer, par des voies moins transparentes dont l'information n'est ni obligatoire, ni publique.

De plus, les résultats obtenus pour la valeur absolue des conventions réglementées nous montrent, qu'en 1998 et 1999, les dividendes étaient positivement et significativement liés aux conventions réglementées. Nous pouvons en extraire trois conclusions. La première est l'existence d'un effet taille, mais cette conclusion nécessite que les autres variables de contrôle soient également validées. La seconde est que les contrôlants ont un contrat implicite avec les actionnaires extérieurs qui consiste à verser d'importants dividendes en échange du silence concernant les conventions réglementées. La persistance du lien significatif en 1999 semble confirmer cette seconde possibilité. La troisième, qui nous semble la plus réaliste, repose sur le fait que la coalition majoritaire reçoit également la plus grande partie des divi-

¹⁸ Exemples relatifs à la COB : Règlement COB n°98-01 « relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers » homologué le 22/01/1999, Règlement COB n°98-07 « relatif à l'obligation d'information du public » homologué le 22/01/1999...

dendes, puisqu'elle détient plus de 40 % du capital. Ainsi, elle se montre particulièrement « gourmande » en s'auto-distribuant de la richesse par les dividendes, bénéfices publics par définition, et en extrayant illégitimement des bénéfices privés.

Ce lien positif entre les dividendes versés et les conventions réglementées remet largement en cause la théorie de la convergence d'intérêts, qui suppose que la présence d'actionnaires importants les incite à préférer la distribution de bénéfices publics (par exemple, des dividendes), et parallèlement à limiter les bénéfices privés, puisqu'ils en seront les principaux bénéficiaires. L'opportunisme de la coalition majoritaire semble régner, la richesse provenant des bénéfices publics et privés. L'existence d'un lien positif et significatif avec la rentabilité des capitaux propres confirme cette conclusion¹⁹. La coalition majoritaire maximise la valeur de la société afin d'accroître indirectement son patrimoine.

La variable liée à la présence d'une coalition majoritaire est complétée, pour les tests empiriques sur la valeur absolue des conventions réglementées, par deux autres variables liées au gouvernement d'entreprise : la séparation des fonctions de président et de directeur général et la présence, dans les statuts, de seuils de capital qui, une fois franchis, obligent les actionnaires à effectuer une déclaration. Il est alors intéressant de regarder le sens des relations. En effet, contrairement à ce que nous avons supposé, la relation est positive avec la séparation²⁰ des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général et elle est négative avec la présence de seuils inférieurs au minimum légal.

Concernant les franchissements de seuils, nous avons supposé que des statuts particulièrement sévères en termes de publication de franchissement de seuils étaient un moyen pour la coalition en place de se protéger. À ce titre, Tnani (1997)²¹ obtient différents résultats originaux : l'auteur note que le délai d'annonce au marché du franchisse-

¹⁹ Notons que ce lien n'est vérifié, pour les tests sur les valeurs absolues et relatives, que pour l'année 1999, c'est-à-dire une des trois années et qu'il est important de nuancer d'éventuelles conclusions sur son rôle effectif dans l'analyse des conventions réglementées.

²⁰ Nous avons considéré comme similaire la séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général avec la structure duale (conseil de surveillance et directoire).

²¹ Cette étude portait sur la réaction du marché à l'annonce de franchissements de seuils à la Bourse de Paris entre 1988 et 1990 (979 annonces).

ment de seuil est supérieur à 15 jours dans 43 % des cas. Le délai moyen est de 23 jours et il s'allonge après la loi de 1989 qui réglemente pourtant plus sévèrement les obligations de publication en la matière. Ainsi, selon cet auteur, cette mesure de transparence imposée par le législateur ne serait pas respectée, par souci d'opacité de la part des investisseurs.

Au contraire, selon nos résultats, il semblerait qu'il s'agisse d'une procédure qui agit pour une meilleure transparence des marchés. Donc, nous interprétons les résultats de notre régression comme prouvant le caractère favorable de seuils statutaires plus faibles que les seuils légaux, notamment en raison du caractère hostile et donc disciplinaire que peut représenter un accroissement de la participation d'un investisseur envers la coalition de contrôle.

Tableau 15 – Validation des hypothèses de la régression multiple

Hypothèses	Valeur absolue			Valeur relative au chiffre d'affaires		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000
Hyp. 1 – Contrôle majoritaire	Validée	Validée	Validée	Validée	Validée	Validée
Hyp. 2 – Gouvernement d'entreprise <i>Franchissement de seuils</i> <i>Structure duale</i>	<i>Non validée</i> <i>Non validée</i>	<i>Non validée</i> <i>Non validée</i>	Contre-validée Contre-validée	<i>Non validée</i> <i>Non validée</i>	<i>Non validée</i> <i>Non validée</i>	<i>Non validée</i> Validée
Hyp. 3 – Rentabilité des capitaux propres	<i>Non validée</i>	Validée	<i>Non validée</i>	<i>Non validée</i>	Validée	<i>Non validée</i>
Hyp. 4 – Endettement	<i>Non validée</i>	<i>Non validée</i>	<i>Non validée</i>	<i>Non validée</i>	<i>Non validée</i>	<i>Non validée</i>
Hyp. 5 – Variables de Contrôle <i>Dividendes</i> <i>Effectifs</i> <i>Chiffre d'affaires</i>	 Validée Validée Validée	 Validée Validée Validée	 <i>Non validée</i> Validée Validée	 	 	

Concernant le lien positif obtenu sur la variable de séparation des fonctions de direction et de présidence, nous pouvons conclure que les présupposés sur une éventuelle plus grande transparence sont infirmés et que cette approche nécessite certainement une plus profonde réflexion. Selon Conac (2001), la structure avec séparation ne correspond pas aux principes du gouvernement d'entreprise. En effet, selon cet auteur, le problème se pose surtout dans les structures à directoire car, alors que les principes du gouvernement d'entreprise plaident

pour un renforcement des contrôles des actionnaires sur les dirigeants, la révocation des membres du directoire par les actionnaires ne peut intervenir que sur proposition du conseil de surveillance et non pas sur décision *proprio motu* de l'assemblée générale des actionnaires²².

Tableau 16 – *Tableau récapitulatif des régressions multiples sur la valeur absolue des conventions réglementées*

	1998			1999			2000		
	Coef.	Écart-type	t de Student	Coef.	Écart-type	t de Student	Coef.	Écart-type	t de Student
(constante)	-970 116	1921461	-0,505	-4 580 539	1 737 501	-2,636	100094	1 036 425	0,097
Dividende	0,0159	0,0088	1,855*	0,0105	0,005	2,027**	0,0027	0,0025	1,078
Effectif consolidé	14,06	17,02	0,826	7,01	11,25	0,623	1,58	6,04	0,261
Chiffre d'affaires	-0,0001	0,0001	-1,137	-0,00008	0,00008	-1,059	-0,000009	0,000046	-0,188
Rentabilité des capitaux propres	-2 010 875	4 213 935	-0,477	15 888 595	8 423 983	1,886*	4 185 774	3 580 911	1,169
Séparation des fonctions de PCA & DG	710 275	1 520 612	0,467	2 597 114	1 089 656	2,383***	1 000 514	624 135	1,603
Seuil de déclaration de franchissement	-47 502	1 610 153	-0,030	-166 679	1206012,91	-0,138	-1 817 854	803 571	-2,262**
Contrôle majoritaire	2 416 279	1 305 042	1,851*	2 162 707	1 023 497	2,113**	919 838	530 922	1,733*
Ratio d'endettement	-106 673	755 977	-0,141	1 004 079	695 714	1,443	442 330	586 959	0,754
R^2	18,3 %			38,8 %			38,5 %		
R^2 ajusté	2,4 %			23,5 %			22,1 %		
F	1,150			2,533**			2,346**		

* - significatif au seuil de 10 %, ** - significatif au seuil de 5 %, *** - significatif au seuil de 1 %

De plus, la révocation des membres du directoire doit toujours intervenir pour juste motif. Dans cette perspective, la structure avec séparation ne semble pas respecter les actionnaires et cela semble confirmé par les résultats de notre régression. Ce résultat complète les travaux de Godard et Schatt (2000) qui avaient montré une absence de relation entre le cumul des fonctions et la performance comptable à long terme. Selon ces auteurs, « *la prise en compte de la structure de propriété permettrait d'affiner (leurs) résultats.* » La prise en compte de la coalition de contrôle et le changement de la variable endogène (passage de la performance aux bénéficiaires privés) montrent une pré-

²² Ceci n'est plus vrai avec la loi relative aux Nouvelles Régulations Économiques du 15 mai 2001, qui est postérieure à notre échantillonnage, mais le directeur général, s'il n'est pas administrateur, ne peut être révoqué par les actionnaires dans une SA classique.

dominance de la structure unique. Notre conclusion s'oppose aux recommandations du rapport Higgs (2003), réalisé en Grande-Bretagne, qui préconise une structure avec séparation.

Tableau 17 – *Tableau récapitulatif des régressions multiples sur la valeur relative des conventions réglementées*

	1998			1999			2000		
	Coef.	Écart-type	t de Student	Coef.	Écart-type	t de Student	Coef.	Écart-type	t de Student
(constante)	- 0,0037	0,0099	- 0,37	- 0,0579**	0,0244	-2,37	- 0,0040	0,0025	-1,57
Rentabilité des capitaux propres	0,0074	0,0228	0,32	0,2848***	0,1045	2,72	0,0066	0,0055	1,21
Séparation des fonctions de PCA & DG	0,0014	0,0078	0,17	0,0085	0,0160	0,52	0,0041*	0,0025	1,66
Seuil de déclaration de franchissement	0,0053	0,0080	0,66	0,0223	0,0162	1,37	0,0007	0,0021	0,30
Contrôle majoritaire	0,0135*	0,0069	1,96	0,0306**	0,0146	2,08	0,0054**	0,0021	2,59
Ratio d'endettement	- 0,0023	0,0040	- 0,59	0,0015	0,0047	0,31	0,0017	0,0017	0,95
R^2	9,3 %			22,4 %			21,8 %		
R^2 ajusté	4 %			13,6 %			12,7 %		
F	0,959			2,545**			2,397*		

* - significatif au seuil de 10 %, ** - significatif au seuil de 5 %, *** - significatif au seuil de 1 %

Conclusion

Au cours de cette étude, nous avons eu pour objectif d'appliquer les concepts développés sur les bénéfices privés dans un contexte international, au marché français en définissant trois indicateurs de mesure d'extraction de richesse. Parallèlement, nous avons construit une nouvelle typologie du contrôle de l'entreprise en créant une grille de lecture intégrant le conseil d'administration afin de faire face aux limites que représente la seule prise en compte de l'actionnariat.

Les tests empiriques nous permettent de conclure que l'utilisation des conventions réglementées, premier indicateur de mesure des bénéfices privés, est significativement plus importante lorsqu'une coalition de contrôle dispose de la majorité du capital (au seuil de 40 %) de la société. Au contraire, l'hypothèse de l'expropriation des actionnaires minoritaires par une coalition minoritaire est infirmée. Ainsi, il semble que l'hypothèse selon laquelle la présence d'un actionnaire impor-

tant permet de surveiller les dirigeants (Shleifer et Vishny, 1986) soit infirmée par la prise en compte de la coalition de contrôle : au lieu de surveiller les dirigeants pour le compte des actionnaires extérieurs, les principaux actionnaires utilisent les pouvoirs dont ils disposent pour extraire un niveau important de bénéfices privés, au détriment des actionnaires extérieurs.

De plus, le fait que la coalition de contrôle soit, en même temps, majoritaire en capital (au seuil de 40 %) et majoritaire au conseil d'administration permet d'annuler le risque d'une éventuelle prise de contrôle. Ces résultats confirment ceux de Lamba et Stapledon (2001) qui lient positivement la part du premier actionnaire et le montant des conventions réglementées sur le marché australien. Une étude explicative par la méthode de la régression multiple nous a permis d'établir le rôle essentiel de la coalition de contrôle, et des dividendes versés comme moyen de pression sur les actionnaires extérieurs afin de les inciter à ne pas contester le pouvoir en place. Notre étude prouve également la spoliation des actionnaires minoritaires, dès lors que la société est contrôlée par un actionnaire ou une coalition d'actionnaires majoritaires. Elle explique donc l'existence de la décote de minorité, parallèlement à l'illiquidité des blocs minoritaires. Il s'agit alors de la validation empirique du modèle de Bennedsen et Wolfenzon (2000) sur l'impossibilité d'une coalition faible ou minoritaire comme bénéficiaire de l'expropriation des actionnaires extérieurs.

Au contraire, l'étude des deux autres indicateurs de bénéfices privés, c'est-à-dire les jetons de présence et les dépenses non déductibles, ne parvient à aucun résultat significatif. Concernant les premiers, nous avons néanmoins pu remarquer qu'il ne s'agissait nullement de variables liées à la taille de la société. De même, nous avons pu noter une absence de lien entre la rentabilité des capitaux propres et la rémunération des administrateurs, ce qui remet en cause leurs rôles « d'apporteurs d'expertise et de stratégies » et de contrôle du conseil.

En conclusion, notre étude montre les raisons pour lesquelles les analystes appliquent couramment une décote lors de la détermination de la valeur d'un bloc minoritaire de titres d'une société.

Durant cette étude, nous avons dû faire face à deux limites. La première est relative aux indicateurs utilisés. Nous avons tenté d'opérationnaliser le concept de bénéfices privés à l'aide d'indicateurs comptables publiés, mais ceux-ci ne peuvent être quali-

fiés de « parfaitement représentatifs » des bénéfiques privés. La seconde limite est relative à la transparence et à la qualité des informations financières des sociétés, qui sont encore très limitées sur certains aspects.

Bibliographie

- Aggarwal R. et Samwick A. (2002), « Why Do Managers Diversify Their Firms ? Agency Reconsidered », *Journal of Finance*, vol. 58 n° 4, p. 1613-1651
- Baysinger B. et Buttler H. (1985), « Corporate Governance and the Board of Directors : Performance Effects of Changes in Board Composition », *Journal of Law, Economics, and Organization*, vol. 1, p. 101-134.
- Bebchuk L. et Kahan M. (1999), « The « Lemons Effect » in Corporate Freeze-Out », NBER, *Working paper n° 6938*.
- Bebchuk L., Kraakman R. et Triantis G. (1999), « Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity : The Creation and Agency Costs of Separating Control From Cash Flow Rights », NBER, *Working Paper n° 6951*.
- Becht M. et Boehmer E. (1998), « Ownership and Control in Germany », in *Who Controls Corporate Europe ?*, Oxford University Press.
- Brickley J., Lease R. et Smith C. (1988), « Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 267-291.
- Charreaux G. et Pitol-Belin J.P. (1997), « Image et réalités du conseil d'administration », in G. Charreaux, *Le gouvernement des entreprises : Corporate governance – Théories et faits*, Economica, p. 193-211.
- Claessens S., Djankov S., Fan J. et Lang L. (1999), « Expropriation of Minority Shareholders : Evidence from East Asia », *Working Paper*, World Bank.
- COB (1993), 26^{ème} Rapport annuel.
- Conac P-H. (2001), « La dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général des sociétés anonymes selon la loi relative aux nouvelles régulations économiques », *Droit 21*, novembre, ER 052.

- Couret A. (2001), « La loi sur les nouvelles régulations économiques, Les rapports financiers dans l'entreprise », *JCP*, 1756 et s.
- Cronqvist H. et Nilsson M. (2000), « Agency Costs of Controlling Shareholders », in *Empirical Corporate Finance and Governance*, Stockholm School of Economics.
- Desbrières P. (1997), « Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise », in G. Charreaux, *Le gouvernement des entreprises : Corporate governance - Théories et faits*, Economica, p. 397-421.
- Ducouloux-Favard C. (1998), « Le contrôle de l'actionnariat en droit français », *Les Petites Affiches*, 14 octobre 1998, n° 123, p. 26-27.
- Ehrhardt O. et Nowak E. (2002), « Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation – Empirical Evidence From Ipos of German Family-Owned Firms », *Working paper*, Humboldt University and Goethe University.
- Fama E. (1980), « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, vol. 88 n° 2, p. 288-307.
- Fama E. et Jensen M. (1983a), « Agency Problems and Residual Claims », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, June, p. 327-349.
- Fama E. et Jensen M. (1983b), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, June, p. 301-325.
- Field L. et Karpoff J. (2002), « Takeover Defences at IPO Firms », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 5, p. 1857-1891.
- Girard C. (2001), « Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 4, n° 3, septembre, p. 123-146.
- Godard L. et Schatt A. (2000), « Faut-il séparer les fonctions de décision et de contrôle ? », Actes des 15èmes Journées nationales des IAE.
- Grossman S.J. et Hart O.D. (1988), « One share – One Vote and the Market for Corporate Control », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 175-202.
- Hamon J. (2001), « La répartition des droits de vote, leur exercice et l'efficacité économique », *Revue d'Économie Financière*, vol. 63, p. 175-209.
- Higgs D. (2003), *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, The department of Trade and Industry, United Kingdom.

- Jensen M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, p. 323-329.
- Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, October, p. 305-360.
- Johnson S., Boone P., Breach A. et Friedman E. (2000), « Corporate Governance in Asian Financial Crisis », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, p. 141-186.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1997), « Legal Determinants of External Finance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, p. 1131-1150.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1999), « Investor Protection and Corporate Valuation », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 3, p. 1147-1171.
- Lamba A. et Stapledon (2001), « The Determinants of Corporate Ownership : Australian Evidence », *Working Paper n° 20*, University of Melbourne.
- Le Joly K. et Moingeon B. (2001), *Gouvernement d'entreprise : débats théoriques et pratiques*, Éditions Ellipses.
- Le Maux J. (2002), « Les bénéfiques privés : une rupture de l'égalité entre actionnaires », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, n° 1, p. 63-92.
- Modigliani F. et Perotti E. (2000), « Security Versus Bank Finance : The Importance of a Proper Enforcement of Legal Rules », *MIT Working Paper*.
- Neuville C. (2001), « Le rôle des actionnaires aujourd'hui et demain : qu'attendent les actionnaires minoritaires des dirigeants des sociétés cotées ? », *Les entretiens de Dauphine*, 16 mai 2001.
- Nussenbaum M. (1997), « Valeur de l'entreprise et structure de l'actionnariat », in *Encyclopédie des Marchés Financiers*, p. 2030-2044.
- Nussenbaum M. (1998), « Prime de contrôle, décote de minorité et d'illiquidité », *Revue de Jurisprudence Commerciale*, p. 15-34.
- Orléan A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob.
- Palmon O. et Wald J. (2002), « Are Two Heads Better Than One ? The Impact of Changes in Management Structure on Performance by Firm Size », *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, p. 213-226.
- Paquerot M. (1997), « Stratégies d'enracinement des dirigeants,

performance de la firme et structures de contrôle », in G. Charreaux, *Le gouvernement des entreprises : Corporate governance – Théories et faits*, Économica, p. 105-137.

Parrat F. (2000), *Gouvernement d'entreprise et stratégies d'enracinement des dirigeants : étude sur la capacité des dirigeants français à obtenir de nouveaux mandats de PDG et d'administrateurs*, Thèse de doctorat HEC.

Pigé B. (1998), « Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1 n° 3, p. 131-158.

Proxinvest (2001), *Rapport sur les assemblées générales*, Éditions Proxinvest.

Roe M.J. (2002), « Rôle de l'actionnaire et système politique », *Revue Française de Gestion*, décembre, p. 305-345.

Schmidt D. (1998), « Les définitions du contrôle d'une société », *Revue de Jurisprudence Commerciale*, p. 9-15.

Schmidt D. (1999), *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, Éditions Joly.

Sherman H., Beldona S. et Joshi M.P. (1998), « Institutional Investor Heterogeneity : Implications for Strategic Decisions », *Corporate Governance*, July, vol. 6, n° 3, p. 166-173.

Shleifer A. et Vishny R. (1986), « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, p. 461-488.

Tnani S. (1997), *Les incidences des modifications de la structure de l'actionariat sur la richesse des actionnaires – études empiriques sur le marché français*, Thèse de Sciences de Gestion, Université Paris 9 Dauphine.