

# Droit, gouvernance d'entreprise et structure du système financier : une analyse économétrique du cas français (1980-2004)\*

Afef BOUGHANMI

Bruno DEFFAINS

Université de Nancy 2

*Classification JEL* : G30, K10, K22, C12

*Correspondance* :

BETA, Faculté de Droit, Sciences économiques et Gestion

13, Place Carnot, 54035 Nancy ; Tél : 06.89.01.16.41

Email : afef.boughanmi@univ-nancy2.fr ; bruno.deffains@univ-nancy2.fr

*Résumé* : Cet article propose d'évaluer les relations entre les réformes en matière de gouvernance d'entreprise et la réorganisation du système financier en France. L'objectif est de discuter la thèse selon laquelle il existe une relation forte et stable entre tradition juridique, niveau de protection des droits des investisseurs et développement financier, le droit influençant la finance. L'analyse se focalise sur l'aspect dynamique en évaluant l'impact de l'évolution des règles de gouvernance sur le développement financier. La protection des droits des actionnaires et des créanciers apparaît indépendante de la tradition juridique.

*Mots clés* : droits des investisseurs – gouvernance d'entreprise – développement financier.

*Abstract* : This paper challenges the thesis supported by La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (LLSV) that there is a strong and stable relationship between legal origin, investor protection and financial system. LLSV affirm, in addition, that the causality is from law to finance. This paper considers the dynamic aspect of corporate governance. The key question the study addresses is how over-time changes in corporate governance rules and financial system in France affected financial development. Our empirical study suggests that financial indicators may be independent from legal origin.

*Key words* : corporate governance – investor protection – financial development.

---

\* Les auteurs sont membres du BETA, Université Nancy 2 et CNRS. Ils tiennent à remercier les deux rapporteurs de Finance Contrôle Stratégie ainsi que D. Arnould, M. Boutillier, D. Rivaud-Danset, M. Doriat-Duban, J.-D. Guigou et B. Lovat de leurs critiques et suggestions. Cette recherche a bénéficié du soutien de l'Institut pour la recherche de la Caisse des Dépôts et Consignations dans le cadre du programme « Systèmes juridiques et systèmes financiers ».

Depuis le début des années quatre-vingt-dix, la question de la « *corporate governance* » est au cœur de débats récurrents qui n'ont fait que s'accroître avec les difficultés spectaculaires rencontrées par de grandes entreprises (Enron, Worldcom, Vivendi...). Le sujet a souvent été abordé par la littérature financière. La question de la gouvernance se focalise alors sur les dispositifs internes aux firmes par lesquels les actionnaires mandants cherchent à contrôler au mieux les dirigeants mandatés. Les textes qui traitent de la gouvernance étudient ainsi en priorité la situation de séparation entre la propriété et la gestion des entreprises, où la propriété est fortement dispersée et les dirigeants, face à une myriade de petits actionnaires, sont en position de gérer l'entreprise suivant leurs intérêts propres. Historiquement, cette situation a prévalu dans le capitalisme des États-Unis et de la Grande-Bretagne en particulier. Sur le continent européen, la propriété a été, et reste encore, beaucoup moins dispersée que dans les pays anglo-américains. La relation entre les actionnaires et les dirigeants y est traditionnellement très différente. Les dispositifs légaux ou ceux issus de la négociation collective avec des travailleurs doivent être conciliés avec l'intérêt des investisseurs et l'intérêt public.

La littérature financière n'est toutefois pas la seule à s'intéresser à la gouvernance. De nombreux travaux de juristes et d'économistes se focalisent en effet sur l'importance des institutions dans la gouvernance des organisations. Les scandales récents ont montré que les mécanismes de supervision des entreprises se sont révélés insuffisants. De ce fait, les États cherchent à constituer un capital « institutionnel » afin de renforcer la confiance envers les structures de financement de l'activité économique, à commencer par les marchés financiers. Dans ce cadre, le droit est un instrument privilégié. Il apparaît ainsi particulièrement utile de s'interroger sur les performances respectives des principaux systèmes juridiques au plan international<sup>1</sup>.

Cette idée a inspiré un certain nombre de travaux récents relevant de l'approche *Law and Finance*. À l'origine, une série de publications de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny cherchent à mettre en évidence les effets des règles du droit de l'entreprise sur les performances des systèmes financiers dans les pays de l'OCDE. Ces travaux montrent que l'origine du système juridique (anglo-saxon, français, al-

---

<sup>1</sup> Cela apparaît d'autant plus important que les systèmes juridiques sont eux-mêmes en concurrence et que les effets de la compétition institutionnelle sont difficilement prévisibles (Deffains et Demougin, 2006).

lemand ou scandinave), le contenu des règles et leurs conditions d'application influencent le degré de protection accordée aux investisseurs ainsi que le niveau de développement des marchés financiers.

Ces études comparatives décrivent une situation dans laquelle les pays de *common law* offriraient une meilleure protection aux investisseurs que les pays de droit civil<sup>2</sup>. Cette particularité expliquerait pourquoi les pays anglo-saxons ont des marchés financiers plus développés, une propriété du capital plus dispersée et des capitaux propres plus importants que ceux relevant de la tradition civiliste. Ces travaux cherchent également à démontrer que la composante du développement financier expliquée à partir de l'environnement juridique serait positivement corrélée à la croissance économique.

Il ressort de ces analyses qu'en assurant une protection juridique supérieure, le système de *common law* dominerait le(s) système(s) de droit civil. L'actionnariat dispersé et le système de gouvernement d'entreprise fondé sur les marchés seraient « supérieurs » à un système où l'actionnariat est concentré et où le gouvernement d'entreprise repose sur des blocs de contrôle. L'explication résiderait dans le fait que la dispersion de l'actionnariat irait de pair avec des marchés financiers développés. En effet, la garantie offerte aux investisseurs que l'argent apporté ne sera pas détourné, conditionnerait le développement des marchés de capitaux et, par conséquent, la croissance économique, surtout dans les phases d'innovation où les besoins financiers pour des investissements « risqués » sont importants. *A contrario*, lorsque le système juridique offre une protection insuffisante aux petits actionnaires, la seule solution pour assurer le financement des entreprises serait le recours à la concentration de l'actionnariat ou au système bancaire afin de pallier l'absence d'un environnement légal performant. Il est intéressant de remarquer que la Banque Mondiale dans ses rapports suc-

---

<sup>2</sup> Habituellement, deux traditions juridiques majeures sont identifiées : la tradition de droit civil et celle de *common law* :

- La tradition de droit civil ou romano-germanique est encore dominante à travers le monde même si son influence tend à se réduire. Elle trouve son origine dans le droit romain et se base essentiellement sur des codes écrits. On y distingue trois grandes familles : la tradition française, allemande et scandinave.
- La tradition anglo-saxonne ou *common law* se rencontre quant à elle notamment aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Canada, en Australie, en Inde... Le droit est ici principalement jurisprudentiel, les juges étant en principe les véritables créateurs des règles de droit.

cessifs « *Doing Business* » (2004, 2005 et 2006) a repris à son compte les travaux de LLSV.

Le courant du *Law and Finance* s'est donc développé avec l'objectif de mettre en évidence empiriquement l'influence de la qualité des institutions juridiques dans le développement économique et financier. Ce travail a suscité d'importantes controverses méthodologiques et analytiques. Les difficultés liées à la construction des indicateurs institutionnels sont souvent soulignées ainsi que le sens de causalité du droit vers la finance (Deffains et Guigou, 2002). De même, le choix d'une conception purement actionnariale (*shareholder value*) dans laquelle l'intérêt des actionnaires est mis en avant au détriment des intérêts des autres partenaires de l'entreprise est discutable. Certains auteurs privilégient de ce fait une vision partenariale. Selon Zingales (1998), la gouvernance d'une entreprise est simplement le synonyme de l'exercice de l'autorité, de la direction et du contrôle<sup>3</sup>. Comme le note Tirole (2006), la différence entre les approches actionnariale et partenariale recoupe largement la distinction faite entre la « finance d'entreprise » et la « gouvernance d'entreprise ». La première se focalise principalement sur les incitations des investisseurs, mis en œuvre par les « *insiders* » afin d'attirer les fonds externes, alors que la seconde insiste sur l'existence d'un nœud de contrats entre apporteurs d'actifs spécifiques pour caractériser la firme (Fumas, 2006).

Indépendamment de ces questions méthodologiques, le lien entre gouvernance d'entreprise et développement financier a été mis en évidence pour certains pays<sup>4</sup>. En utilisant les données françaises, l'objectif est ici de tester pour la première fois cette hypothèse dans le cas d'un pays de tradition romano-germanique.

Cet article propose une analyse économétrique de la gouvernance d'entreprise en France en s'inscrivant dans l'approche interdisciplinaire « droit et finance ». Il est question de retracer parallèlement les évolutions des règles de gouvernance et du système financier entre 1980 et 2004. Cette étude cherche donc, en premier lieu, à évaluer les relations entre les réformes intervenues en matière de gouvernance d'entreprise et le développement et la restructuration du système financier français. Depuis le début des années 1980, plusieurs lois ont en ef-

---

<sup>3</sup> Voir « Corporate governance » dans *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* (1998).

<sup>4</sup> Voir par exemple l'étude longitudinale de Hyytinen et al. en 2003 pour la Finlande.

fet été promulguées (comme la loi bancaire de 1984, les réformes de 1996 ou encore la loi NRE de 2001...). En parallèle, la structure du secteur financier a connu des changements notables, puisque la part du financement par actions dans le financement total des entreprises a été multipliée par environ 18, alors que celle du financement bancaire a été divisée par deux entre 1980 et 2000<sup>5</sup>.

Cet article est, en second lieu, une contribution à l'analyse économique des institutions puisqu'il se propose de discuter la thèse soutenue par LLSV selon laquelle il existerait une relation forte et stable entre la tradition juridique (droit civil et *common law*), le niveau de protection des droits des investisseurs et le développement financier. L'analyse se concentre sur l'aspect dynamique de la gouvernance d'entreprise en évaluant l'impact de l'évolution des règles de gouvernance d'entreprise, entre 1980 et 2004, sur le développement financier en France<sup>6</sup>. L'objectif est, en premier lieu, de tester l'hypothèse selon laquelle les règles de droit changent et ne sont pas « figées » dans le cadre d'une famille juridique donnée (en l'occurrence le droit civil français). Cela constitue une vision différente de celle de LLSV qui laissent entendre que le niveau de protection juridique des investisseurs est exclusivement conditionné par l'origine juridique en considérant une période d'étude courte. C'est d'ailleurs dans cet ordre d'idées que les travaux de LLSV ont fait l'objet d'une forte critique de la part de Rajan et Zingales (2000) qui montrent que le marché boursier était plus développé en France qu'aux Etats-Unis au début du vingtième siècle. En effet, le rapport de la capitalisation boursière et du PIB à Paris et à New York en 1913 est respectivement de 0,78 et 0,41. Cette tendance a été inversée au début des années quatre-vingt (0,09 contre 0,46). Ce constat prouve, s'il en était besoin, l'intérêt d'une analyse dynamique.

En troisième lieu, cette étude vise à apprécier la portée de l'argument selon lequel les pays de droit civil français, par comparaison avec les pays de *common law*, seraient caractérisés par un faible niveau d'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprises. Cette proposition fait débat, en particulier lorsque l'on se place dans une optique plus « partenariale », qui traduit sans doute mieux les spé-

---

<sup>5</sup> Source : INSEE, Banque de France et Conseil National du Crédit et du Titre.

<sup>6</sup> Le choix d'une période d'étude allant de 1980 à 2004 est justifié par le fait que depuis la loi du 24 juillet 1966, sur le droit des sociétés, les principaux changements juridiques relatifs aux droits des actionnaires et des créanciers ont eu lieu pendant cette période, notamment à partir de 1984.

cificités des modes de gouvernance dans les pays d'Europe continentale<sup>7</sup>. Nous souhaitons donc faire un pas dans cette direction en intégrant la protection juridique des créanciers<sup>8</sup> ainsi que le rôle d'autres acteurs tels que les autorités de régulation dans le système financier<sup>9</sup>. Notre étude cherche ainsi à tester le pouvoir explicatif de l'approche juridique de la gouvernance d'entreprise de manière à mieux évaluer la portée du travail de LLSV. Pour cela, l'analyse économétrique est fondée sur des indicateurs tenant compte des principales règles de gouvernance d'entreprise en France et ne se limitant pas aux quelques droits des investisseurs utilisés dans la construction des indicateurs de LLSV.

Enfin, cette étude vise à évaluer le rôle du système financier dans l'apparition et la mise en œuvre de nouvelles règles de gouvernance d'entreprise. L'objet est de montrer que la relation de causalité entre le droit et la finance n'est pas à sens unique et que la protection juridique des investisseurs est influencée par les participants aux marchés.

Dans cette perspective, deux séries chronologiques sont construites sur la période 1980-2004 : l'une composée des indicateurs des règles de gouvernance d'entreprise et l'autre constituée par des variables représentant la structure et l'importance du système financier. Deux méthodologies différentes de construction des indicateurs juridiques sont proposées. La première base juridique est constituée de dix-sept indicateurs synthétiques obtenus en additionnant des variables binaires représentant des règles de « bonne » gouvernance d'entreprise. La seconde base juridique comporte, quant à elle, des indicateurs pondérés en fonction du nombre de variables binaires les composant.

Une première section (1.) établit une classification des travaux relatifs à la notion de gouvernance d'entreprise en deux générations de recherches. Cette section cherche à montrer l'apport de l'approche juridique de la gouvernance d'entreprise. Dans la deuxième section (2.), le cadre d'analyse de l'étude économétrique ainsi que les résultats du test de causalité entre les variables juridiques et les variables financières

---

<sup>7</sup> Notamment celles proposées par Zingales (1998), d'une part, Berglöf et Von Thadden (1999), d'autre part. Voir Charreaux (2004).

<sup>8</sup> Les créanciers désignent les banques, autres créanciers financiers ou non financiers.

<sup>9</sup> En effet, nous cherchons dans notre étude à mesurer le degré d'indépendance d'organismes publics tels que la commission bancaire et l'autorité des marchés financiers (AMF : la loi de sécurité financière du 1er août 2003 a donné naissance à l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) par la fusion de la Commission des Opérations de Bourse, du Conseil des Marchés Financiers et du Conseil de Discipline de la Gestion Financière).

seront présentés. Dans la section (3.), est proposée une analyse des indicateurs juridiques pondérés fondée sur les méthodes économétriques d'aide à la décision de l'approche multicritères. Les corrélations entre les différentes variables juridiques et les variables financières seront déterminées en décomposant la période d'étude en quatre sous-périodes afin de mener une analyse comparative :

- Une première sous-période allant de 1980 à 1984 ne comprend pas de changement juridique.
- Une deuxième sous-période entre 1984 et 1990, durant laquelle il y a eu la promulgation, notamment des trois grandes lois de 1984, de 1988 et de 1989<sup>10</sup>.
- La troisième sous-période se situe entre 1990 et 2000 et correspond à l'instauration des lois de 1994 et de 1996.
- La dernière sous-période comprend l'introduction de plusieurs dispositifs juridiques, en particulier, les lois de 2001 et de 2003<sup>11</sup>.

## 1. L'approche juridique de la gouvernance d'entreprise

Les recherches relatives à la gouvernance d'entreprise ont pour origine les travaux de Berle et Means (1932) et ceux de Jensen et Meckling (1976) qui mettent en évidence les conflits opposant les actionnaires aux dirigeants concernant la séparation entre la propriété et le contrôle des entreprises. Ces travaux ont donné naissance à un nombre significatif de recherches théoriques et empiriques. Les mécanismes qui incitent les managers à prendre les décisions visant à maximiser la valeur de l'entreprise peuvent être de deux types, d'un côté les mécanismes internes qui renvoient notamment au rôle du conseil d'administration<sup>12</sup> et à la structure de l'actionnariat<sup>13</sup> et, de l'autre, les mécanismes externes qui relèvent essentiellement du contrôle par le

---

<sup>10</sup> Loi du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier.

<sup>11</sup> Il s'agit de la loi du 1er août 2003 de sécurité financière.

<sup>12</sup> Les travaux concernant le rôle du conseil d'administration sont constitués par une description (sa composition, sa performance...) de ce dernier dans plusieurs pays.

<sup>13</sup> Concernant la structure de l'actionnariat, les dirigeants détiennent généralement des parts de l'entreprise. Il est également fréquent que les actionnaires possèdent une part importante du capital-actions de la firme et peuvent ainsi exercer un certain contrôle sur celle-ci. La structure de propriété (l'identité des détenteurs du capital-actions de la firme, leur importance et leur position) constitue, ainsi, un élément important pour la gouvernance de l'entreprise.

marché et de l'impact du système juridique. Partant de ce constat, les recherches peuvent être classées en deux générations (Denis et McConnell, 2003). La première génération analyse les mécanismes internes de la gouvernance<sup>14</sup> tandis que la seconde se focalise sur l'impact du système juridique en tant que mécanisme externe.

Cette dernière approche est au centre des travaux de Shleifer et Vishny pour lesquels la gouvernance renvoie à l'ensemble « *des moyens par lesquels les apporteurs (bailleurs) de fonds des entreprises s'assurent d'obtenir un retour sur leur investissement* » (1997, p. 737). Par la suite, LLSV (2000) s'intéressent à l'ensemble des institutions et des règles de droit conçues pour protéger les investisseurs minoritaires contre les dirigeants, le conseil d'administration et les actionnaires majoritaires.

Cette approche est également devenue une référence pour de nombreux travaux émanant d'organisations nationales et internationales et visant à édicter des principes pour une meilleure gouvernance des entreprises. En particulier, les principes élaborés par l'OCDE en 1999 mettent l'accent sur la protection des droits des investisseurs. Ils sont aujourd'hui non seulement utilisés par plusieurs pays non-membres de l'OCDE<sup>15</sup> mais également comme une norme internationale de stabilité des systèmes financiers<sup>16</sup>. La prise en considération dans les principes de l'OCDE des mécanismes de gouvernance (définis comme l'ensemble des règles protectrices des investisseurs) dans la construction de systèmes financiers sains signifie que l'impact de la protection juridique des investisseurs sur le développement financier a une portée dans la pratique.

---

<sup>14</sup> La première génération de recherches a été construite autour de plusieurs travaux relatifs à la gouvernance d'entreprise aux États-Unis (dans les années 1970 et 1980). Dans les années 1990, la recherche s'est étendue à d'autres pays tels que le Japon, l'Allemagne, le Royaume-Uni... L'objectif de ces travaux est essentiellement d'examiner les effets des mécanismes internes de gouvernance d'entreprise sur la performance des entreprises (souvent mesurée par la taille et la profitabilité des entreprises) ainsi que sur le processus (et la qualité) de prise de décision de celles-ci.

<sup>15</sup> Les principes de gouvernance d'entreprise de l'OCDE sont élaborés à partir d'informations recueillies concernant les pratiques des pays membres dans la première moitié des années 1990. Ils représentent un document construit sur la base de constatations communes sur plusieurs marchés et fournissent ainsi les éléments nécessaires à l'instauration de dispositifs de gouvernance d'entreprise « efficaces ».

<sup>16</sup> Ils ont été adoptés par le Forum sur la stabilité financière comme norme internationale de base pour la bonne santé des systèmes financiers.



En France, les rapports Viénot I (1995), Vienot II (1999) et Bouton (2002) prônent de nouvelles règles de « bonne gouvernance »<sup>17</sup>. De même, les travaux publiés par l'Association Nationale des Sociétés par Actions (2000) ont été en partie intégrés dans le texte de la loi de 2001 sur les nouvelles régulations économiques.

C'est en se fondant sur ces changements institutionnels que nous entendons réaliser une étude économétrique afin de tester les mérites de l'approche juridique pour évaluer les mécanismes de gouvernance d'entreprise.

## 2. Gouvernance d'entreprise et développement financier en France

Selon les travaux de LLSV repris par la Banque Mondiale, les pays de droit civil français seraient caractérisés par le niveau de protection des investisseurs ainsi que par le niveau de développement financier (intermédiation financière et marché boursier) les plus faibles comparés aux autres pays de droit civil et, particulièrement, par rapport aux pays de *common law*. Il est donc pertinent d'étudier l'évolution des règles de gouvernance d'entreprise et, en parallèle, celle du système financier au sein d'un pays de droit civil (la France).

Depuis le début des années 1980, plusieurs lois ont été promulguées :

**Tableau 1 – Lois promulguées en France**

Date	Intitulés des lois
24 janvier 1984	Loi relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit.
1 <sup>er</sup> mars 1984	Loi relative à la Prévention et au règlement à l'amiable des difficultés des entreprises.
25 janvier 1985	Loi relative au redressement et à la liquidation judiciaire des entreprises.
23 décembre 1988	Loi sur les bourses de valeurs <sup>18</sup> .
2 août 1989	Loi relative à la sécurité et à la transparence du marché financier.
10 juin 1994	Loi relative à la prévention et au traitement des difficultés des entreprises.

<sup>17</sup> A titre d'exemple, les mécanismes de gouvernance d'entreprise doivent garantir : la protection juridique des actionnaires ; un traitement équitable de tous les types d'actionnaires (notamment en ce qui concerne la réparation de dommages subis en cas de violation de leurs droits) ; la transparence...

<sup>18</sup> Ainsi, trois instances assurent le bon fonctionnement des marchés financiers : le Conseil des Bourses de valeur, la Société des Bourses françaises et l'Association française des sociétés de bourses.

8 août 1994	Loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.
11 février 1994	Loi relative à l'initiative et à l'entreprise individuelle <sup>19</sup> .
2 juillet 1996	Loi relative à la modernisation des activités financières.
15 mai 2001	Loi sur les nouvelles régulations économiques.
1er août 2003	Loi de sécurité financière.

La plupart des ces textes de droit ont été adoptés en application de certaines directives européennes telles que :

**Tableau 2 – Directives européennes**

Date	Intitulés des Directives
15 février 1982	Directive concernant l'information publiée par les sociétés dont les actions sont admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs.
20 décembre 1985	Directive portant coordination des dispositions législatives réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).
15 décembre 1989	Directive du 15 décembre 1989 visant à la coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité d'établissement de crédit.
10 mai 1993	Directive relative aux services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières.

En parallèle, la structure du secteur financier connaît également des changements notables, puisque la part du financement par actions dans le financement total des entreprises a été multipliée par environ 18 (elle passe de 2,8 % en 1980 à 31 % en 1990 et à 52,5 % en 2000), alors que celle du financement bancaire a été divisée par 2 entre 1980 et 2000 (elle passe de 63 % en 1980 à 55 % en 1990 à 28 % en 2000)<sup>20</sup>. Entre 1987 et 1998, la dette bancaire (en pourcentage du total du bilan) connaît une tendance à la baisse. En effet, la part de l'endettement bancaire a baissé de dix points dans les très grandes entreprises et de cinq points dans les PME<sup>21</sup>.

Après avoir justifié l'intérêt du travail économétrique effectué dans cet article, nous allons définir son cadre d'analyse.

<sup>19</sup> Cette loi, connue sous le nom de la Loi Madelin, a introduit de nombreux changements concernant en particulier la composition du conseil d'administration et celle du conseil de surveillance des sociétés anonymes.

<sup>20</sup> Source : INSEE et Conseil National du Crédit et du Titre.

<sup>21</sup> Source : Banque de France. Cette baisse est probablement favorisée par le développement des marchés des capitaux au cours des années 1980. En effet, les entreprises se tournent davantage vers les marchés et recourent moins au financement par dette bancaire.

## 2.1. Le cadre d'analyse de l'étude économétrique

Notre étude permet de tester la thèse juridique dans le temps en montrant l'évolution des règles de droit. Cela constitue un aspect différent de celui sur lequel s'appuient essentiellement les analyses empiriques de cadre institutionnel qui se focalisent sur des études comparatives statiques (certaines de leurs données datent de 1980-1983, d'autres sont de 1993, 1994, 1995).

Dans cette perspective, deux séries chronologiques sont construites : l'une composée des indicateurs des règles de gouvernance d'entreprise, l'autre constituée par des variables représentant la structure et l'importance du système financier. La première série chronologique est donc constituée de treize indicateurs représentant la protection juridique des actionnaires et des créanciers. Ces indicateurs sont composés de variables binaires représentant les droits des investisseurs, chaque variable valant 1 si le droit en question est appliqué en France et 0 sinon. Quant à la deuxième série temporelle, elle est déterminée par l'évolution des indicateurs du développement du secteur bancaire et du marché financier<sup>22</sup>.

### 2.1.1. Les indicateurs des règles de gouvernance d'entreprise

Les règles de gouvernance d'entreprise sont mesurées ici en utilisant un ensemble de droits et de règles assurant la protection des actionnaires minoritaires et des créanciers. Cette section est consacrée à la description des indicateurs juridiques et financiers et au développement des hypothèses à tester.

#### a) Droits des actionnaires

Comme précédemment, les déterminants des droits des actionnaires sont inscrits dans le droit des sociétés, le droit boursier et le code de commerce<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup> Notre méthodologie est inspirée de celle retenue dans une étude empirique concernant la Finlande par Hyytinen et al. (2003). Ces auteurs mesurent la protection juridique des investisseurs (actionnaires et créanciers) à l'aide d'indicateurs juridiques construits par LLSV (1997, 1998), par Pistor (2000), par Glaeser et al. (2001). Cependant, nos indicateurs ainsi que les droits qui les composent sont adaptés à la spécificité du droit français et sont donc différents de ceux cités précédemment.

<sup>23</sup> Les droits des actionnaires considérés ici concernent uniquement les actionnaires des sociétés anonymes puisque la notion d'actionnaire ne concerne que les sociétés anony-

Notre travail consiste donc à retracer l'évolution des droits composant les indicateurs juridiques sur la période d'étude (1980-2004) au sein des textes de lois citées précédemment afin de repérer l'année d'introduction (ou de retrait) de chaque droit. L'étude de l'évolution de chaque indicateur nous permettra d'évaluer sa contribution à la progression de la protection juridique des actionnaires. Les indicateurs utilisés dans la construction de la série chronologique juridique sont les suivants :

– LLSVsh\_6 qui représente les 6 droits anti-managers choisis par LLSV. Cet indicateur a été largement critiqué puisqu'il ne peut pas représenter le niveau de protection des actionnaires en comportant uniquement six droits. Partant de cette critique, plusieurs auteurs ont essayé de construire d'autres indicateurs incluant davantage de droits tenant compte des aspects majeurs de la protection des actionnaires. Dans notre étude, l'idée est de déterminer l'évolution d'autres indicateurs afin de montrer la faiblesse de l'indicateur construit par LLSV et de remettre en cause les conclusions auxquelles ces auteurs aboutissent.

– LLSVsh\_9 qui comprend en plus des droits composant LLSVsh\_6 trois variables binaires supplémentaires : « une action, un droit de vote » et « le droit de percevoir des dividendes » ainsi qu'une variable binaire fixant le seuil minimum de capital nécessaire à la convocation d'une assemblée générale à 5 %. En effet, ce seuil a été réduit à 5 % (au lieu de 10 %) par la loi NRE, ce qui constitue une amélioration de la protection des actionnaires non prise en compte par l'indicateur originel de LLSV.

Nous avons construit quatre autres indicateurs de la protection des actionnaires fondés sur les trois catégories de prérogatives conférées par le droit français suite à la détention d'une action. On peut ainsi distinguer les prérogatives politiques qui regroupent les droits à l'information et le droit de vote ; les droits financiers composés par les droits aux dividendes, aux réserves et au boni de liquidation et, enfin, les droits patrimoniaux qui se traduisent par les droits de cession et de nantissement. Nos indicateurs sont donc les suivants : INFORMATIONS, VOTE, FINANCIER, EXIT.

– INFORMATIONS : cet indicateur est composé de quinze variables binaires représentant le droit à l'information.

---

mes et les sociétés en commandite par action. Cependant, ces dernières ne sont pas

– VOTE : cette variable est composée de dix sept variables binaires. VOTE représente le pouvoir des actionnaires en termes de contrôle des dirigeants de leur entreprise, en utilisant les prérogatives leurs permettant de participer au processus de décision.

– FINANCIER : représente les droits financiers conférés par la détention d'actions et composés de six variables binaires.

– EXIT : représente les droits de sortie conférés aux actionnaires (comme le droit de sanctionner les preneurs de décisions en vendant leurs actions en signe de contestation de la mauvaise gestion de l'entreprise). EXIT est composée de cinq règles juridiques permettant aux actionnaires de quitter l'entreprise et de liquider leurs investissements. Ces droits de sortie ont été considérablement améliorés par la loi du 2 août 1989 « Sécurité et transparence du marché financier » en établissant les dispositifs d'offres publiques de retrait et d'offres publiques obligatoires.

Notre étude comprend également trois indicateurs supplémentaires représentant la protection des actionnaires : ANTIMANAGE, ANTIBLOCK, AUTORITES.

Les deux premiers indicateurs sont inspirés de la taxinomie des droits des actionnaires proposée par Pistor (2000) et qui prend en compte davantage d'éléments relatifs à la dimension juridique de la gouvernance d'entreprise. Nous avons donc adapté ces indicateurs aux spécificités du droit français en intégrant des variables binaires différentes de celles composant les indicateurs de Pistor. Les deux indicateurs ANTIMANAGE et ANTIBLOCK visent à mesurer l'impact du système juridique sur deux principaux problèmes de conflit d'intérêts dans la gouvernance d'entreprise.

– ANTIMANAGE : permet d'évaluer l'importance accordée par le système juridique à un problème de gouvernance d'entreprise important qui est constitué par les conflits entre les managers et les actionnaires. Cette variable est composée de neuf droits des actionnaires.

– ANTIBLOCK : permet de déterminer l'importance juridique accordée aux conflits entre les actionnaires minoritaires et les détenteurs de blocs d'actions. Elle est composée de huit droits des actionnaires contre les détenteurs d'une partie importante du capital de l'entreprise. Le choix de la variable ANTIBLOCK par Pistor est justifié par le fait que dans les firmes caractérisées par une concentration élevée de la

propriété, les actionnaires possèdent un important pouvoir de contrôle sur les managers pouvant être désavantageux pour les petits porteurs. Par conséquent, il convient d'inclure, dans l'analyse la protection juridique des actionnaires contre les détenteurs de blocs d'actions.

Enfin, l'intérêt particulier accordé par le législateur aux prérogatives d'information et de transparence peut également être constaté à travers les pouvoirs croissants conférés aux autorités de contrôle. Nous avons ainsi construit un indicateur AUTORITES.

– AUTORITES regroupe diverses mesures prises (six) en faveur des autorités veillant au bon fonctionnement des marchés financiers.

Concernant ces sept indicateurs, représentant la protection juridique des actionnaires, les hypothèses à tester sont les suivantes :

**Hypothèse 1 :** *les niveaux de ces indicateurs enregistrent une hausse significative étant donné l'importance croissante accordée à l'instauration d'une « bonne gouvernance d'entreprise » en France depuis quelques années. En effet, l'ouverture des sociétés françaises aux marchés de capitaux étrangers a eu pour conséquence une importation des modes de gouvernance des investisseurs étrangers ce qui a entraîné une remise en cause des responsabilités des administrateurs. Cette hypothèse peut être nuancée concernant la variable ANTIBLOCK, puisque la structure relativement concentrée de l'actionnariat français peut empêcher l'accroissement de la protection des minoritaires contre les détenteurs de blocs d'actions.*

**Hypothèse 2 :** *les indicateurs juridiques sont positivement corrélés avec les indicateurs reflétant le développement du système financier français.*

**Hypothèse 3 :** *les indicateurs financiers ont un pouvoir explicatif dans l'évolution des indicateurs des règles de gouvernance d'entreprise.*

**Hypothèse 4 :** *l'amélioration constante des droits des actionnaires en France a été, en partie, engendrée par l'importante progression des prérogatives d'information.*

Les règles de gouvernance d'entreprise en France sont mesurées dans cet article non seulement par les droits des actionnaires minoritaires, mais également par un ensemble de règles de droit protégeant différentes catégories de créanciers.

*b) Droits des créanciers*

Les principaux déterminants des droits des créanciers, en France, trouvent leur origine dans le droit bancaire, le droit des sociétés et le code du commerce.

Comme pour les droits des actionnaires, nous commençons par déterminer les valeurs annuelles de l'indicateur des droits des créanciers élaboré par LLSV qui est noté LLSVcr.

– LLSVcr : cet indicateur, composé de quatre variables binaires, se limite uniquement aux droits de ces derniers durant les procédures de réorganisation et de liquidation des entreprises.

Par conséquent, nous avons construit trois autres indicateurs afin de mieux représenter le niveau de protection des créanciers en France. Les principaux changements relatifs à la protection des créanciers dans le droit français ont été essentiellement apportés par les dispositifs juridiques relatifs aux difficultés des entreprises et aux procédures collectives<sup>24</sup>. Nos indicateurs sont donc fondés sur les différents droits considérés par ces dispositifs :

– CR\_EXANTE : composé de six variables représentant les droits conférés aux créanciers avant l'ouverture d'une procédure collective de redressement ou de liquidation judiciaires.

– CR\_EXPOST : composé de six variables représentant les droits conférés aux créanciers après le jugement de cessation de paiements et l'ouverture d'une procédure collective de redressement ou de liquidation judiciaires.

L'étude des différentes réformes mises en place nous permet de constater que la protection des créanciers dans le droit français passe essentiellement par la limitation des pouvoirs des dirigeants. Afin de prendre en compte cet aspect, nous avons élaboré un indicateur ANTIMANAG\_CR.

– ANTIMANAG\_CR : reflète les possibilités juridiques offertes aux créanciers de sanctionner le manager. Cette variable inclut cinq droits

Comme pour les droits des actionnaires, l'hypothèse à tester ici est la suivante :

---

<sup>24</sup> La loi du 1<sup>er</sup> mars 1984, relative à la prévention et au règlement à l'amiable des difficultés des entreprises, du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaire des entreprises et la loi du 10 juin 1994 relative à la prévention et au traitement des difficultés des entreprises.

**Hypothèse 5 :** *il existe une corrélation positive entre les trois indicateurs CR\_EXANTE, CR\_EXPOST et ANTIMANAG\_CR et ceux représentant le développement financier en France.*

La mesure de la protection juridique totale des investisseurs est effectuée en trois étapes :

D'abord, il convient de totaliser les indicateurs des droits des actionnaires pour obtenir un indicateur représentant l'ensemble des droits des actionnaires CUMSUMsh qui est donc composé de soixante-dix variables binaires différentes :

$$\text{CUMSUMsh} = \text{VOTE} + \text{INFORMATIONS} + \text{FINANCIER} + \text{EXIT} + \text{ANTIMANAGE} + \text{ANTIBLOCK} + \text{AUTORITES}$$

Ensuite, l'indicateur total des droits des créanciers (CUMSUMcr) est obtenu en additionnant nos trois mesures. Cet indicateur est donc composé de vingt variables binaires distinctes :

$$\text{CUMSUMcr} = \text{CR\_EXANTE} + \text{CR\_EXPOST} + \text{ANTIMANAG\_CR}$$

Enfin, les deux indicateurs suivants sont additionnés, CUMSUMsh et CUMSUMcr, pour aboutir à CUMSUM\_total qui est constitué par la somme des quatre vingt onze variables binaires représentant les droits des actionnaires et des créanciers :

$$\text{CUMSUM\_total} = \text{CUMSUMsh} + \text{CUMSUMcr}$$

### 2.1.2. Les indicateurs financiers

Deux indicateurs de la structure de financement des entreprises sont utilisés dans cette étude :

- ACTIONS<sup>25</sup> : représente la part du financement par émission d'actions dans le financement total des entreprises françaises.
- CREDIT : mesure la part des crédits accordés par des sociétés financières dans le financement total des entreprises.

---

<sup>25</sup> Il s'agit du total des actions émises par les sociétés françaises rapporté au total du financement externe des entreprises françaises (en milliards d'euros). Les données figurent dans les comptes du patrimoine des sociétés non financières publiés par L'INSEE et la Banque de France.



Par ailleurs, nous avons recours à un troisième indicateur :

– TITRES : mesure la part dans l'économie des actifs financiers des investisseurs institutionnels en France<sup>26</sup>. La variable TITRES est représentée par la part du total des actifs financiers détenus par les investisseurs institutionnels dans le PIB.

Cet indicateur permet de montrer l'importance croissante des investisseurs institutionnels et de tester l'hypothèse suivante :

*Hypothèse 6 : l'importance progressive des investisseurs institutionnels engendre l'amélioration des droits des investisseurs.*

## 2.2. Méthodologie

Cette section détaille l'évolution des indicateurs composant la base de données et présente la méthode économétrique et les résultats.

### 2.2.1. Évolution des indicateurs et statistiques descriptives

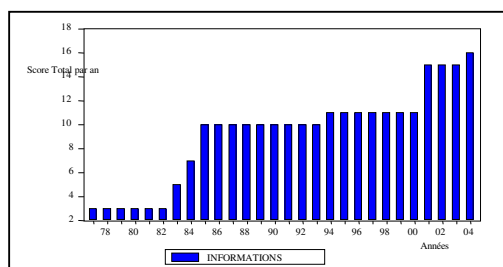
Les données juridiques proviennent du code de commerce et du code des sociétés. En effet, après avoir établi la liste des droits composant les treize indicateurs, nous déterminons l'année d'introduction de chaque droit qui vaudra donc 1 jusqu'à la fin de la période d'étude.

L'évolution des indicateurs juridiques, vue à travers les figures situées dans le texte et en annexe 2, nous permet de constater une amélioration constante des droits des actionnaires en France depuis 1984 qui est la date de début de notre deuxième sous-période d'étude. Le droit à l'information (INFORMATIONS) a été particulièrement renforcé et transformé en un droit à la transparence principalement par la loi sur les Nouvelles Régulations Économiques (figure 1).

---

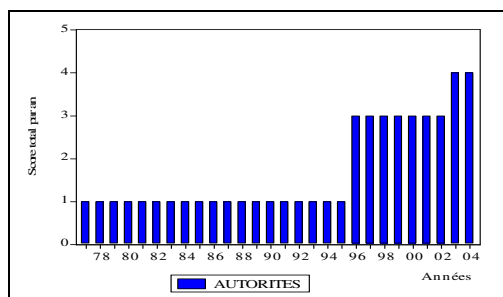
<sup>26</sup> Ces données sont disponibles dans les statistiques de l'OCDE.

**Figure 1 – Amélioration des droits à l'information des actionnaires entre 1977 et 2004**



Nous pouvons donc en déduire que l'amélioration des droits des actionnaires en France a été, en partie, engendrée par l'importante progression des prérogatives d'information. L'intérêt particulier accordé par le législateur aux prérogatives d'information et de transparence peut également être constaté à travers les pouvoirs croissants conférés aux autorités de contrôle (AUTORITES). La figure 2 illustre bien ce constat ainsi que l'impact sur l'indicateur AUTORITES de la promulgation de la loi du 2 juillet 1996 relative à la modernisation des activités financières ainsi que celui de la loi LSF du 1<sup>er</sup> août 2003 qui a permis la création d'une autorité de marché unique (AMF) et indépendante concentrant les pouvoirs de la Commission des Opérations de Bourse et du Conseil des Marchés Financiers.

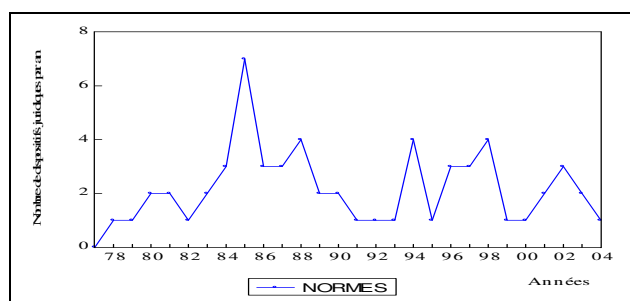
**Figure 2 – Évolution des pouvoirs des autorités de marché entre 1977 et 2004**



Enfin, la figure 3 illustre l'évolution de la variable NORMES qui représente le nombre annuel des différents dispositifs juridiques (lois,

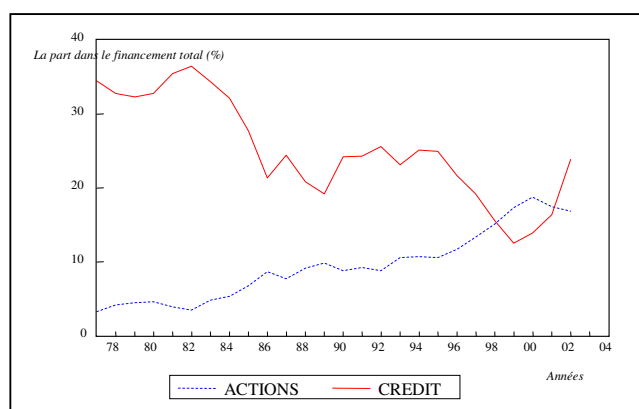
décrets, ordonnances...) contribuant à l'évolution de la protection des investisseurs en France entre 1980 et 2004. Ce graphique indique que les différents accroissements de la variable NORMES coïncident avec les débuts de nos sous périodes d'études qui correspondent aux années de grandes réformes des droits des investisseurs.

**Figure 3 – Évolution annuelle du nombre de dispositifs juridiques entre 1977 et 1980**



L'évolution des indicateurs financiers en France, entre 1980 et 2003 est représentée par la figure 4<sup>27</sup>.

**Figure 4 – Évolution des indicateurs financiers entre 1977 et 2002**



<sup>27</sup> Les données utilisées proviennent de l'INSEE (Comptes Nationaux : Rapports sur les comptes de la Nation 2003) et de la Banque de France (Statistiques et enquêtes / Comptes Nationaux Financiers Annuels).

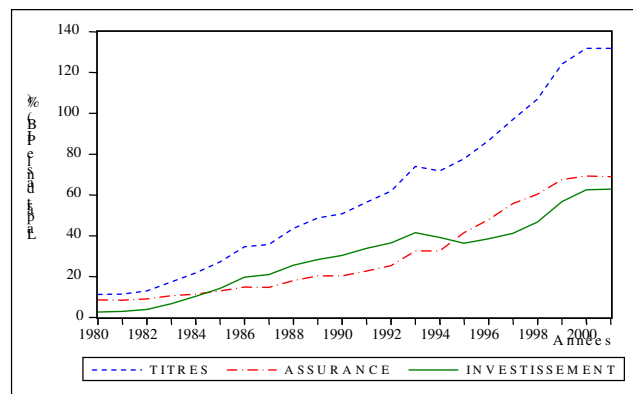
La part du financement par émission d'actions connaît une évolution croissante, elle est environ égale à la part du financement par crédits dans le financement total des entreprises durant l'année 1998. Le tableau 3 présente les statistiques descriptives de ces deux variables.

**Tableau 3 – Statistiques descriptives des variables financières**

	N	Moyenne	Médiane	Écart Type	Minimum	Maximum
ACTIONS	25	9,69	9,15	4,63	3,50	18,75
CREDIT	25	24,80	24,28	6,82	12,52	36,43

Par ailleurs, on constate en France l'apparition des investisseurs institutionnels, en tant que principaux détenteurs d'avoirs financiers. Ces investisseurs ont une participation croissante sur les marchés des capitaux susceptible de s'accroître durant les prochaines années. Le total des actifs financiers détenus par les investisseurs institutionnels (TITRES) est composé des actifs détenus par les sociétés d'assurance et des actifs des sociétés d'investissement (figure 5)<sup>28</sup>.

**Figure 5 – Total des actifs financiers des investisseurs institutionnels (en % du PIB)**



<sup>28</sup> Les données proviennent de l'OCDE. Elles concernent, d'une part, les sociétés d'assurance-vie et non vie et, d'autre part, les sociétés d'investissement qui sont composées des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) et des fonds de pension.

Le tableau 4 montre que la part des actifs financiers des investisseurs institutionnels dans le PIB croît en fonction du temps et passe de 11,3 % en 1980 à 131,80 % en 2002.

**Tableau 4 – Statistiques descriptives de la variable TITRES**

	N	Moyenne	Médiane	Écart-Type	Minimum	Maximum
TITRES	25	60,70	53,6	32,26	11,30	131,80

Ces premiers constats sont insuffisants pour apprécier, d'une part, les effets spécifiques des variables juridiques sur les variables financières, d'autre part, l'influence de l'évolution du système financier sur la progression des règles de gouvernance d'entreprise. Dans cette perspective, nous avons effectué le test de causalité de Granger<sup>29</sup>. Ce test permet de détecter une causalité bi-directionnelle entre deux séries chronologiques en utilisant la méthode des MCO (Moindres Carrées Ordinaires). Il est en effet question de tester si les valeurs retardées des variables juridiques ( $x_t$ ) causent au sens de Granger de manière significative les variables financières ( $y_t$ ) en introduisant les valeurs retardées de ces dernières dans la régression. Il est également question de tester si les valeurs retardées des variables financières ( $y_t$ ) causent significativement les variables juridiques ( $x_t$ ). Le test de Granger permet aussi de détecter une causalité uni-directionnelle (par exemple  $x_t$  cause  $y_t$  au sens de Granger mais  $y_t$  ne cause pas  $x_t$ ). De même, on peut déceler une absence de causalité si  $x_t$  et  $y_t$  ne se causent pas mutuellement. Les équations testées sont les suivantes :

$$Y_t = \sum_{i=1}^L (\alpha_i Y_{t-i} + \beta_i X_{t-i}) + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$X_t = \sum_{i=1}^L (\lambda_i X_{t-i} + \theta_i Y_{t-i}) + \varepsilon_t \quad (2)$$

L représente le nombre de retards choisi et permettant d'avoir la meilleure significativité entre les deux séries temporelles.

<sup>29</sup> Ce test de causalité, adapté essentiellement aux séries temporelles, a été développé par Granger en 1969.

### 2.2.2. Résultats empiriques

Les résultats des régressions effectuées par le test de Granger sont présentés dans le tableau 5. Nous avons testé la causalité au sens de Granger entre les variables juridiques et les variables financières<sup>30</sup>.

**Tableau 5 – Résultat du test de Granger (A)**

Hypothèses	Nombre de retards	Nombre d'années	F-statistic	Probabilité
TITRES cause au sens de Granger INFORMATIONS	2	20	2,85	91 %*
INFORMATIONS cause au sens de Granger TITRES			0,32	30 %NS
ACTIONS cause au sens de Granger INFORMATIONS	1	25	2,38	90 %*
INFORMATIONS cause au sens de Granger ACTIONS			0,86	65 %
CREDIT cause au sens de Granger INFORMATIONS	2	24	0,37	30 %
INFORMATIONS cause au sens de Granger CREDIT			2,26	88 %*
TITRES cause au sens de Granger VOTE	1	20	1,98	83 %
VOTE cause au sens de Granger TITRES			0,30	40 %
ACTIONS cause au sens de Granger VOTE	1	20	1,65	78 %
VOTE cause au sens de Granger ACTIONS			1,61	77 %
CREDIT cause au sens de Granger VOTE	1	24	2,28	90 %*
VOTE cause au sens de Granger CREDIT			0,18	33 %
ACTIONS cause au sens de Granger AUTORITES	1	25	1,84	81 %
AUTORITES cause au sens de Granger ACTIONS			3,13	91 %*
TITRES cause au sens de Granger ANTIBLOCK	1	23	5,02	83 %
ANTIBLOCK cause au sens de Granger TITRES			2,90	90 %
ACTIONS cause au sens de Granger ANTIBLOCK	1	25	0,07	21 %
ANTIBLOCK cause au sens de Granger ACTIONS			5,96	98 %**
TITRES cause au sens de Granger ANTIMANAGE	3	19	3,11	93 %**
ANTIMANAGE cause au sens de Granger TITRES			0,25	25 %
ACTIONS cause au sens de Granger ANTIMANAGE	3	23	3,70	97 %**
ANTIMANAGE cause au sens de Granger ACTIONS			1,02	59 %
TITRES cause au sens de Granger CUMSUMsh	1	24	2,87	90 %*
CUMSUMsh cause au sens de Granger TITRES			2,52	87 %
ACTIONS cause au sens de Granger CUMSUMsh	1	25	1,18	71 %
CUMSUMsh cause au sens de Granger ACTIONS			2,70	90 %*
CREDIT cause au sens de Granger CUMSUMsh	1	25	0,03	13 % NS
CUMSUMsh cause au sens de Granger CREDIT			1,64	80 %
CUMSUM_TOTAL cause au sens de Granger TITRES	3	23	6,77	96 %**
TITRES cause au sens de Granger CUMSUM_TOTAL			3,84	97 %**
ACTIONS cause au sens de Granger CUMSUM_TOTAL	3	23	4,42	98 %**
CUMSUM_TOTAL cause au sens de Granger ACTIONS			0,55	65 %NS
CREDIT cause au sens de Granger CUMSUMTOTAL	4	20	0,33	85 % NS
CUMSUMTOTAL cause au sens de Granger CREDIT			2,61	92 %*

Note : NS=non significatif ; \*Significatif à 10 % ; \*\*Significatif à 5 % ; \*\*\*Significatif à 1 %.

Les résultats principaux du test de causalité mettent en évidence une corrélation significative au sens de Granger entre la progression des droits des actionnaires et les séries temporelles représentant respecti-

<sup>30</sup> Les séries ACTIONS, CREDIT et TITRES ne sont pas stationnaires en niveau (comme le montrent les figures 9 et 10). Afin d'appliquer le test de Granger, nous avons stationnarisé ces trois séries en les différenciant une fois. Quant aux séries juridiques,

vement l'importance des investisseurs institutionnels et le développement du financement sur le marché boursier. En particulier, l'amélioration de la protection juridique des actionnaires contre les détenteurs de blocs d'actions explique le développement du marché boursier en France (TITRES et ACTIONS). Cependant, le renforcement des droits des actionnaires, notamment le droit à l'information, et l'évolution globale des droits des investisseurs (actionnaires et créanciers) causent au sens de Granger la baisse du financement par crédit.

Nos résultats mettent également en évidence des causalités très significatives entre le financement sur le marché et l'évolution globale des droits des actionnaires, essentiellement le droit à l'information et les indicateurs représentant la protection des minoritaires contre les dirigeants et les actionnaires majoritaires. En effet, le renforcement des prérogatives d'information est expliqué d'un côté par l'augmentation de la part des investisseurs institutionnels dans l'économie, de l'autre par la croissance du financement par émission d'actions. Nous remarquons, enfin, que l'amélioration des droits de vote explique la baisse du financement par crédits.

À ce niveau d'analyse, on peut estimer, d'une part, que la protection juridique des investisseurs influence le développement du système financier, d'autre part, que le développement du marché boursier influence l'évolution des droits des investisseurs.

Par ailleurs, les résultats précédents sont relatifs à la base de données composée d'indicateurs juridiques dont les valeurs annuelles sont obtenues en additionnant les scores annuels des différents droits des actionnaires et des créanciers (variables binaires). Cependant, cette méthodologie, utilisée habituellement dans la littérature « *Law and Finance* », accorde exactement la même importance aux différents droits des investisseurs qu'ils soient facultatifs ou obligatoires. Notre objectif consiste maintenant à hiérarchiser les droits des actionnaires et des créanciers en fonction de leur importance (et leurs rôles dans la protection des investisseurs).

### 3. Application de l'approche multicritères

L'objectif ici est de tester les mêmes hypothèses que précédemment mais en utilisant les indicateurs juridiques pondérés en fonction de leur

---

nous les avons stationnarisées en les loglinéarisant à l'exception de la variable FINANCIER qui est stationnaire en niveau.

importance. Dans cette perspective, nous utiliserons les méthodes statistiques d'aide à la décision relevant d'une approche intitulée l'approche multicritères. L'analyse multicritères consiste à choisir entre plusieurs solutions et en fonction de plusieurs critères celle qui semble la meilleure. Il s'agit donc de mettre en évidence les indicateurs juridiques ayant les poids les plus importants afin de pouvoir hiérarchiser les différentes catégories de protection des actionnaires et créanciers.

La méthode de pondération des variables est constituée de trois étapes. En premier lieu, il convient de déterminer le nombre de variables binaires ( $n_i$ ) représentant les droits des investisseurs composant chaque indicateur ( $i$ ) ( $i$  varie de 1 et 13). En second lieu, le nombre total de variables binaires ( $N=91$ ) composant tous les indicateurs de la base de données juridique sera déterminé. Enfin, chaque variable binaire est pondérée par le rapport entre le nombre de variables binaires composant l'indicateur, dont elle fait partie, et le nombre total de variables binaires constituant l'ensemble des indicateurs de la base de données. Par conséquent, la valeur annuelle d'un indicateur pondéré ( $i$ ) est égal au produit de son poids  $w_i$  ( $w_i = \frac{n_i}{N}$ ) et de la valeur annuelle de l'indicateur ( $i$ ).

$$[\text{Indicateur Pondéré (i)}]_t = \frac{n_i}{N} * [\text{Indicateur (i)}]_t$$

Les indicateurs juridiques pondérés ainsi que leur poids respectifs sont présentés dans le tableau 6 :

**Tableau 6 – Poids des indicateurs juridiques**

	INFORMATIONS_pr	VOTE_pr	FINANCIER_pr	ANTIMANAGE_pr	ANTIBLOCK_pr	EXIT_pr
$W_i$	$\frac{15}{91}$	$\frac{17}{91}$	$\frac{6}{91}$	$\frac{9}{91}$	$\frac{8}{91}$	$\frac{5}{91}$

Dans cette perspective, il est indispensable de disposer des indicateurs contenant un nombre exhaustif de droits des actionnaires et des créanciers relatifs à l'objectif de l'indicateur en question. Ainsi, l'importance de chaque indicateur est représentée par le nombre de règles juridiques existant dans le droit des sociétés et visant à protéger les investisseurs (à titre d'exemple : l'indicateur « vote » qui représente le pouvoir d'expression des actionnaires, donc le nombre de droits composant



cet indicateur, reflète, en partie, l'importance relative accordée par le législateur aux différentes catégories de protection des investisseurs).

Nous avons construit trois autres indicateurs :

$$\text{CUMSUMsh\_Ponder} = \text{LLSVsh\_9\_pr} + \text{INFORMATIONS\_pr} + \text{VOTE\_pr} + \text{FINANCIER\_pr} + \text{ANTIMANAGE\_pr} + \text{ANTIBLOCK\_pr} + \text{EXIT\_pr}$$

Cette variable représente la protection juridique totale des actionnaires.

$$\text{CUMSUMcr\_Ponder} = \text{CR\_EXNTE\_pr} + \text{R\_EXPOST\_pr} + \text{ANTIMANAGE\_CR\_pr}$$

Il s'agit d'un indicateur total de la protection des droits des créanciers.

$$\text{CUMSUM\_Ponder} = \text{CUMSUMsh\_Ponder} + \text{CUMSUMcr\_Ponder}$$

Cette variable pondérée représente la protection juridique des investisseurs (actionnaires et créanciers).

**Tableau 7 – Résultats du test de Granger (B)**

Hypothèses	Nombre de décalages	Nombre d'années	F-Statistic	Probabilité
TITRES cause au sens de Granger INFORMATIONS_PR INFORMATIONS_PR cause au sens de Granger TITRES	2	19	5,17 1,79	98 %** 79 %
ACTIONS cause au sens de Granger INFORMATIONS_PR INFORMATIONS_PR cause au sens de Granger ACTIONS	2	23	3,405 0,447	94,5 %** 35 %NS
TITRES cause au sens de Granger VOTE_PR VOTE_PR cause au sens de Granger TITRES	1	20	1,90 0,30	90 %* 42 %NS
ACTIONS cause au sens de Granger VOTE VOTE cause au sens de Granger ACTIONS	1	20	1,98 0,30	85 % 42 %
TITRES cause au sens de Granger ANTIBLOCK_PR ANTIBLOCK_PR cause au sens de Granger TITRES	2	23	1,34 1,92	72 % 80 %
ACTIONS cause au sens de Granger ANTIBLOCK_PR ANTIBLOCK_PR cause au sens de Granger ACTIONS	2	23	2,775 1,186	91 %** 67 %NS
TITRES cause au sens de Granger ANTIMANAGE_pr ANTIMANAGE_pr cause au sens de Granger TITRES	2	19	2,45 0,61	88 % 45 %NS
ACTIONS cause au sens de Granger ANTIMANAGE_pr ANTIMANAGE_pr cause au sens de Granger ACTIONS	3	22	2,28 1,23	88 % 77 %
ACTIONS cause au sens de Granger CUMSUMsh_Ponder CUMSUMsh_Ponder cause au sens de Granger ACTIONS	2	23	10,2303 2,8338	98 %*** 91,4 %*
TITRES cause au sens de Granger CUMSUMsh_Ponder CUMSUMsh_Ponder cause au sens de Granger TITRES	2	23	6,0490 0,0440	99 %*** 95 %**
CREDIT cause au sens de Granger CUMSUMsh_Ponder CUMSUMsh_Ponder cause au sens de Granger CREDIT	2	23	0,0561 3,8214	94 %* 96 %**
ACTIONS cause au sens de Granger CUMSUMcr_Ponder CUMSUMcr_Ponder cause au sens de Granger ACTIONS	1	24	2,8585 1,2689	90 %* 27 %NS
TITRES cause au sens de Granger CUMSUMcr_Ponder CUMSUMcr_Ponder cause au sens de Granger TITRES	1	24	3,7772 1,0171	93 %** 32 %NS
CREDIT cause au sens de Granger CUMSUMcr_Ponder CUMSUMcr_Ponder cause au sens de Granger CREDIT	1	24	1,3896 0,6972	25 %NS 41 %NS
ACTIONS cause au sens de Granger CUMSUM_Ponder CUMSUM_Ponder cause au sens de Granger ACTIONS	1	24	12,4103 4,6456	99 %*** 95 %**
CREDIT cause au sens de Granger CUMSUM_Ponder CUMSUM_Ponder cause au sens de Granger CREDIT	2	23	0,2775 7,6193	76 %NS 94 %**
TITRES cause au sens de Granger CUMSUM_Ponder CUMSUM_Ponder cause au sens de Granger TITRES	2	23	0,2775 7,6193	76 %NS 97 %***

Note : NS=non significatif ; \*Significatif à 10 % ; \*\*Significatif à 5 % ; \*\*\* Significatif à 1 %.

Le tableau 7 montre, d'abord, que les hypothèses principales testées sont validées avec un pouvoir de significativité relativement élevé par rapport aux résultats obtenus sur la base non pondérée. En effet, l'évolution du financement des entreprises par émissions d'actions cause au sens de Granger l'amélioration des droits des actionnaires. Ensuite, nos résultats indiquent, en particulier, que l'importance des investisseurs institutionnels peut expliquer l'amélioration de la protection juridique des actionnaires en France, notamment la variable relative aux prérogatives d'information qui a un poids ( $w_i$ ) important par rapport aux autres indicateurs. En effet, la significativité de cette variable augmente après la pondération. Cela signifie que le choix de la pondération n'est pas neutre et permet de mettre en évidence des liens particuliers entre les variables financières et les catégories de protection des investisseurs les plus importantes (Tableau 8)<sup>31</sup>.

**Tableau 8 – Changements des significativités après pondération**

Causalité	Avant pondération	Après pondération
TITRES → INFORMATIONS	91 %	98 %
INFORMATIONS → TITRES	30 %	79 %
ACTIONS → INFORMATIONS	90 %	94 %
INFORMATIONS → ACTIONS	65 %	35 %
TITRES → VOTE	83 %	90 %
VOTE → TITRES	40 %	42 %
ACTIONS → VOTE	78 %	85 %
VOTE → ACTIONS	77 %	42 %
TITRES → ANTIMANAGE	93 %	88 %
ACTIONS → ANTIMANAGE	25 %	45 %

Dans le même ordre d'idées, la significativité des variables juridiques ayant des poids moins élevés a diminué. Enfin, nous remarquons que la causalité est plus significative des variables financières vers les indicateurs juridiques que dans le sens inverse.

## Conclusion

Notre travail se distingue de la plupart des travaux empiriques concernant l'étude de la relation droit-finance, notamment ceux de LLSV, pour quatre raisons essentiellement :

<sup>31</sup> Ce constat est également valable, mais de façon moins marquée, pour la variable représentant les droits de vote.

En premier lieu, notre analyse de la gouvernance d'entreprise s'écarte d'une stricte logique actionnariale. Notre analyse prend ainsi en considération la protection juridique des créanciers ainsi que le rôle d'autres acteurs tels que les autorités de régulation dans le système financier.

En deuxième lieu, il s'agit d'une étude longitudinale concernant un seul pays et non pas une étude transversale et comparative de plusieurs pays afin de mettre en évidence l'évolution du niveau de protection juridique des actionnaires et des créanciers en France et son impact sur la structure du système financier. Notre travail consiste, ensuite, à déterminer les corrélations entre les différentes variables juridiques et les variables financières en décomposant la période d'étude en quatre sous-périodes afin de mener une analyse comparative.

En troisième lieu, notre travail permet de mettre en évidence une causalité des variables financières vers les variables juridiques composant notre base de données. En effet, l'augmentation du niveau de financement des entreprises sur le marché boursier favorise l'amélioration constante de la protection des actionnaires en France. Les relations droit-finance doivent donc être envisagées sous un nouveau jour mettant en évidence l'importance des systèmes juridiques. Face à la thèse « politique » développée par LLSV (la tradition juridique romano-germanique favoriserait la mise en place d'institutions juridiques renforçant le pouvoir des États au détriment des droits individuels alors que la *common law* irait dans l'autre sens contribuant ainsi à de bonnes performances économiques), une autre piste intéressante considère la capacité d'adaptation des systèmes juridiques aux changements de l'environnement économique et financier (Beck et Levine, 2004). Selon la thèse de « l'adaptabilité », les traditions juridiques qui évoluent rapidement pour réduire l'écart entre les besoins de l'économie et les capacités du système juridique contribueraient significativement au développement économique et financier des nations. De ce point de vue, la *common law* de nature fondamentalement dynamique, serait bien adaptée aux innovations économiques. Comme elle ne relève pas d'un raisonnement purement logique, les juges peuvent apporter leur pierre à l'édifice du droit lors de chaque décision en s'inspirant de l'expérience des jugements passés. En revanche, le Code Civil, né avec l'objectif de créer un système parfait et immuable, serait de nature plus statique. Compte tenu de la prééminence du législatif, un système de droit codifié serait donc plus long à modifier face à la nou-

veauté. Cette vision sous-estime toutefois grandement la capacité d'adaptation d'un système de droit codifié.

Enfin, notre article propose une nouvelle méthode de construction des indicateurs juridiques en utilisant l'approche multicritères qui consiste à attribuer des poids différents aux variables binaires (droits des investisseurs) composant les indicateurs synthétiques. En effet, les droits des actionnaires et des créanciers ne peuvent pas leur offrir le même niveau de protection. *A contrario*, les analyses de la Banque Mondiale reposent sur la construction d'indicateurs de qualité du droit qui s'avèrent très fragiles. Les cabinets d'avocats ou les investisseurs sont interrogés sur la sécurité des investissements dans un pays donné et doivent attribuer une note pour définir la qualité du cadre juridique. Une difficulté importante provient du fait que les indices ainsi obtenus correspondent plus à la perception du système considéré qu'à la « véritable » qualité des institutions juridiques. Il est ainsi probable que les investisseurs seront d'autant plus incités à considérer que la qualité du droit est bonne que l'économie fonctionne bien, indépendamment du sens de la relation causale.

## **Bibliographie**

- L'ANSA (2003), « L'amélioration des conditions de vote des actionnaires non-résidents des sociétés cotées françaises », janvier.
- Auckenthaler F. (2004), *Droit des marchés de capitaux*, L.G.D.J.
- Beck T. et Levine R. (2002), « Industry Growth and Capital Allocation : Does a Market- or Bank-based System Matter ? », *Journal of Financial Economics*, vol. 64, n° 2, p. 147-180.
- Bodie Z. et Merton R. (2001), *Finance*, Pearson Education.
- Boutiller M. et Geoffron P. (2002), « La convergence des systèmes de gouvernement d'entreprise en Europe », Rapport pour le Commissariat Général du Plan.
- Charreaux G. (1997), *Le gouvernement des entreprises – Corporate Governance : théories et faits*, Economica.
- Charreaux G. (2004), « La théorie de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », *Cahiers du Centre de recherche en Finance, Architecture et Gouvernance des Organisations (FARGO)*, n° 1040101, décembre.

- Cozian M., Viandier A. et Deboissy F. (2003), *Droit des sociétés*, Juris Classeur Manuels.
- Deffains B. et Guigou J.D. (2002), « Droit, gouvernement d'entreprise et marchés financiers », *Revue d'Économie Politique*, n° spécial *Droit et Économie*, septembre.
- Deffains B. et Demougin D. (2006), « Institutional Competition, Political Process and Holdup », *BETA working paper*.
- Denis D.K. et McConnell J. (2003), « International Corporate Governance », *Finance Working Paper*, n° 05/2003.
- FMI (2000), « Pour des procédures d'insolvabilité ordonnées et efficaces », <http://www.imf.org/external/pubs/ft/orderly/fre>.
- Fumas V.S. (2006), « Economics of the Stakeholders' Firm », *ECGI Finance Working Paper*, n° 115/2006.
- Hyytinen A., Kuosa L. et Takalo T. (2003), « Law or Finance : Evidence from Finland », *European Journal of Law and Economics*, n° 16, July, p. 59-89.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1997), « Legal Determinants of External Finance », *Journal of Finance*, vol. 52, July, p. 1131-1150.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, December, p. 1113-1155.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer A. (1999), « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, April, p. 471-517.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1999), « The Quality of Government », *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 15, March, p. 222-279.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (2000), « Investor Protection and Corporate Governance », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, October, p. 3-27.
- Levine R. (1999), « Law, Finance and Economic Growth », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 8, January-April, p. 8-35.
- OCDE (1999), « Principes de l'OCDE relatifs au gouvernement d'entreprise », <http://www.oecd.org/daf/governance/principes.htm>.
- Pistor K., Raiser M. et Gelfer S. (2000), « Law and Finance in Transition Economies », *Economics of Transition*, n° 8, July, p. 325-368.
- Shleifer A. et Vishny R. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 52, p. 737-783

Shleifer A. et Wolfenzon D. (2002), « Investor Protection and Equity Markets », *Journal of Financial Economics*, vol. 66, n° 1, p. 3-27.

Schmidt D. (2004), *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, Éditions Joly.

## Annexe 1 – Définitions des variables

Indicateurs	Variables binaires
<b>LLSVsh_6</b> = 6 droits des actionnaires élaborés par LLSV	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. La possibilité de voter par procuration.</li> <li>2. L'absence d'obligation des actionnaires de transférer leurs titres auprès d'un dépositaire agréé avant les assemblées générales.</li> <li>3. Le vote cumulé ou la représentation proportionnelle des actionnaires minoritaires au conseil d'administration (pour l'élection des membres du conseil d'administration).</li> <li>4. Le droit de préemption : l'impossibilité de supprimer les droits préférentiels de souscription (DPS), dont disposent les actionnaires, hors procédure de vote en assemblée générale.</li> <li>5. Le droit de préemption.</li> <li>6. La fixation à 10 % du pourcentage minimum de capital nécessaire à la convocation d'une assemblée générale.</li> </ol>
<b>LLSVsh_9</b> = LLSVsh_6 + 3	<ol style="list-style-type: none"> <li>7. La fixation à 5 % du pourcentage minimum de capital nécessaire à la convocation d'une assemblée générale.</li> <li>8. Une action un droit de vote.</li> <li>9. Le droit de percevoir des dividendes.</li> </ol>
<b>VOTE</b> = 17 variables binaires représentant les droits de vote	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. L'impossibilité d'avoir des droits de vote pour les actions d'autocontrôle.</li> <li>2. Le droit de vote double est autorisé.</li> <li>3. Le droit de voter par correspondance.</li> <li>4. Le droit de vote par procuration.</li> <li>5. La possibilité de voter par télétransmission ou par télécopie.</li> <li>6. Les ADPs sans droit de vote, ne doivent pas dépasser le quart du capital social.</li> <li>7. L'entrave à la liberté de vote est sanctionnée par la loi.</li> <li>8. Une action vaut un droit de vote (le droit de vote respecte le principe de proportionnalité).</li> <li>9. La possibilité de prévoir dans les statuts une limitation du nombre de voix détenues par un actionnaire.</li> <li>10. La possibilité pour les actionnaires minoritaires de convoquer une assemblée générale.</li> <li>11. Chaque membre du conseil de surveillance doit être propriétaire d'un nombre d'actions au moins égal à celui permettant aux actionnaires d'assister à l'assemblée.</li> <li>12. Le quorum nécessaire à la délibération de l'assemblée générale ordinaire est de un quart des actions ayant le droit de vote, détenues par les actionnaires présents ou représentés au cours de l'assemblée.</li> <li>13. L'AGO statue à la majorité des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.</li> <li>14. Le quorum nécessaire à la délibération de l'assemblée générale extraordinaire est de un tiers des actions ayant le droit de vote détenues par les actionnaires présents ou représentés au cours de l'assemblée.</li> <li>15. L'AGE statue à la majorité des deux-tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.</li> <li>16. L'existence à chaque assemblée d'une feuille de présence.</li> <li>17. La possibilité pour l'assemblée de révoquer un ou plusieurs administrateurs ou membres du conseil de surveillance et de procéder à leur remplacement même si cela n'est pas inscrit à l'ordre du jour.</li> </ol>
<b>INFORMATION S</b> = 15 variables binaires représentant le droit à l'information	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. La possibilité pour l'actionnaire de se faire aider par un expert afin de consulter différents documents.</li> <li>2. La possibilité pour les actionnaires détenant au moins 5 % du capital de requérir l'inscription à l'ordre du jour de projets de résolution.</li> <li>3. La possibilité pour une association d'actionnaires détenant au moins 5 % du capital de requérir l'inscription à l'ordre du jour de projets de résolution.</li> <li>4. Tout actionnaire a le droit de poser des questions par écrit auxquelles le conseil d'administration ou le directoire doivent répondre aux cours de l'assemblée.</li> <li>5. Tout actionnaire a le droit d'obtenir des informations concernant les comptes annuels de la société.</li> <li>6. La possibilité de transmettre les réunions du conseil d'administration par vidéo conférence.</li> <li>7. La durée des mandats de l'équipe dirigeante est de 4 ans (au lieu de 6 ans).</li> <li>8. Le droit des actionnaires détenant au moins 5 % du capital social de poser, deux fois au moins par exercice, des questions concernant des faits de nature à compromettre la continuité de l'exploitation.</li> <li>9. Pendant l'Assemblée Générale Ordinaire (AGO), le conseil d'administration ou le directoire présente à l'assemblée les comptes annuels.</li> <li>10. Pendant l'AGO, le conseil d'administration ou le directoire présente à l'assemblée les comptes consolidés.</li> <li>11. Le rapport annuel présenté par le conseil d'administration doit comporter une analyse objective et exhaustive de l'évolution des affaires (la situation financière, situation d'endettement...) afin de permettre aux actionnaires d'avoir des informations claires et précises concernant la situation de la société.</li> <li>12. L'absence de possibilité de prévoir dans les statuts une clause interdisant à certains actionnaires (ne détenant</li> </ol>

	<p>pas un minimum d'actions) de participer aux assemblées.</p> <p>13. L'obligation d'information concernant les franchissements des seuils de détention du capital d'une société.</p> <p>14. Le droit des actionnaires d'exercer collectivement une action sociale de responsabilité contre le dirigeant.</p> <p>15. Le droit de demander en justice la désignation d'un mandataire chargé de convoquer l'assemblée générale en dehors du cas d'urgence.</p>
<b>FINANCIER</b> = 6 variables binaires représentant les droits financiers conférés par la détention d'une action	<p>1. La distribution des dividendes aux actionnaires est décidée par l'AGO au cours de sa réunion annuelle.</p> <p>2. La possibilité pour les actionnaires d'avoir des acomptes à valoir sur les dividendes.</p> <p>3. La possibilité pour les actionnaires d'avoir leurs dividendes sous forme d'actions.</p> <p>4. La possibilité pour les actionnaires d'avoir des Actions à Dividendes Prioritaires sans droit de vote.</p> <p>5. L'obligation légale pour une société d'avoir une réserve légale (l'accumulation des bénéfices prélevés (vingtième du bénéfice net de chaque exercice) constitue la réserve légale).</p> <p>6. Le droit des actionnaires au boni de liquidation (: ce qui reste après le remboursement des dettes sociales et des apports en cas de dissolution de la société).</p>
<b>EXIT</b> = 5 variables binaires représentant les droits de sortie conférés aux actionnaires	<p>1. Le droit de céder des actions.</p> <p>2. La possibilité pour les actionnaires de vendre leurs titres avant l'assemblée générale jusqu'à J-1 à 15h8.</p> <p>3. L'existence d'un seuil de capital nécessaire à une Offre Publique d'Achat.</p> <p>4. L'existence d'un seuil de capital nécessaire à une Offre Publique d'Échange.</p> <p>5. L'existence d'un seuil de capital nécessaire à une Offre Publique de Retrait<sup>32</sup>.</p>
<b>ANTIMANAGE</b> = 9 droits anti-directeurs	<p>1. Le droit des actionnaires d'exercer collectivement une action sociale de responsabilité contre le dirigeant.</p> <p>2. Le droit de demander en justice la désignation d'un mandataire chargé de convoquer l'assemblée générale en dehors du cas d'urgence.</p> <p>3. Les membres du directoire sont nommés ou révoqués, sans juste motif, par le conseil de surveillance et non pas par l'assemblée générale.</p> <p>4. La possibilité pour les actionnaires individuellement d'engager des poursuites judiciaires contre le conseil d'administration.</p> <p>5. La possibilité pour les actionnaires individuellement ou pour une association d'actionnaires d'engager des poursuites judiciaires contre le directeur général.</p> <p>6. La possibilité pour les minoritaires, détenant au moins 10 % des actions, de demander une expertise de gestion.</p> <p>7. La possibilité d'avoir une dissociation entre la fonction de Président et celle de Directeur-Général.</p> <p>8. Tout actionnaire a le droit d'obtenir des informations concernant les comptes annuels de la société (et du montant de rémunération des 5 ou 10 personnes les mieux rémunérées).</p> <p>9. L'obligation de rendre à l'AMF toutes les informations concernant les transactions réalisées par les dirigeants (membres du conseil ou du directoire, du directeur général) sur les titres de la société.</p>
<b>ANTIBLOCK</b> = 8 droits anti-détenteurs de blocs d'actions	<p>1. Les ADPs sans droit de vote ne doivent pas dépasser le quart du capital social.</p> <p>2. La possibilité de prévoir dans les statuts une limitation du nombre de voix détenues par un actionnaire.</p> <p>3. Le droit de préemption.</p> <p>4. L'existence d'un seuil de capital nécessaire à une OPA.</p> <p>5. L'obligation d'information concernant les franchissements des seuils de détention du capital d'une société.</p> <p>6. L'obligation d'informer le conseil des marchés financiers des franchissements de seuils d'acquisition du capital d'une société.</p> <p>7. L'obligation de transparence concernant le franchissement de seuils d'acquisition de droits de vote d'une société par une personne physique ou morale et concernant le nombre total de droits de vote qu'elle possède dans les 5 jours de bourse de franchissement.</p> <p>8. L'obligation de rendre à l'AMF toutes les informations concernant les transactions réalisées sur les titres de la société par toutes les personnes ayant des liens personnels étroits avec les dirigeants.</p>
<b>AUTORITES</b> = 6 variables binaires	<p>1. L'existence d'autorités indépendantes chargées de la sécurité des marchés financiers.</p> <p>2. L'obligation d'informer l'autorité des marchés financiers (le conseil des marchés financiers) des franchissements de seuils d'acquisition du capital de la société.</p>

<sup>32</sup> Définition des OPA ou OPE : « Procédures tendant à assurer, dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, un traitement égal de tous les actionnaires lors de la prise ou du renforcement du contrôle de la société par un tiers (personne morale très généralement). Elle consiste pour ce tiers à faire savoir aux actionnaires qu'il est disposé à acquérir leurs titres à un prix déterminé (OPA) ou à les échanger contre d'autres actions ou obligations (OPE) ». Une Offre publique de retrait : « opération par laquelle une société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, peut, à certaines conditions, être contrainte de procéder à l'achat des titres minoritaires. Dans certains cas, cette société peut contraindre les actionnaires minoritaires à céder leurs actions ; on parle alors de retrait obligatoire » Lexique des termes juridiques (Daloz, 14<sup>e</sup> édition, 2003).

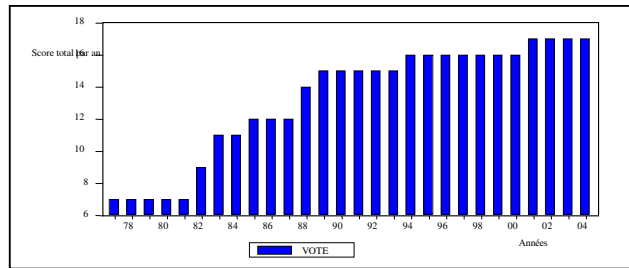
représentant le rôle des autorités de marchés	<ol style="list-style-type: none"> <li>3. L'existence d'un dispositif permettant le renforcement du pouvoir des autorités de contrôle des marchés financiers (création de l'AMF).</li> <li>4. La possibilité pour l'autorité de contrôle des marchés financiers de coopérer avec les autorités étrangères.</li> <li>5. L'existence de règles instaurées par les autorités de marché fixant les règles relatives aux offres publiques portant sur des instruments financiers.</li> <li>6. L'obligation pour les autorités de contrôle des marchés de diffuser l'information concernant les sociétés cotées.</li> </ol>
LLSVcr= 4 droits des créanciers	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. La possibilité pour les créanciers de refuser l'ouverture d'une procédure collective.</li> <li>2. L'impossibilité de geler les actifs garantis pendant les procédures de redressement ou de liquidation.</li> <li>3. La priorité donnée aux créanciers garantis.</li> <li>4. L'impossibilité pour le dirigeant de continuer à gérer l'entreprise pendant la procédure de redressement ou de liquidation.</li> </ol>
CR_EXANTE= 6 droits représentant les droits conférés aux créanciers avant l'ouverture d'une procédure collective (de redressement ou de liquidation)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. L'existence d'une période suspecte courte (période qui sépare la date de cessation de paiements retenue par le tribunal et la date d'effet de ce même jugement (cette période est plafonnée à 90 jours dans le code de faillite américain ainsi que dans plusieurs autres pays alors qu'elle est de 18 mois en France).</li> <li>2. L'accord des créanciers concernant l'instauration d'une procédure de redressement ou de liquidation est nécessaire.</li> <li>3. L'obligation légale pour une société d'avoir une réserve légale (l'accumulation des bénéfices prélevés – vingtième du bénéfice net de chaque exercice – constitue la réserve légale).</li> <li>4. La possibilité pour les créanciers d'une entreprise de diffuser l'information concernant ses difficultés financières (l'ouverture d'une procédure de règlement amiable entre une entreprise et ses créanciers est couverte par le secret professionnel<sup>33</sup>).</li> <li>5. L'impossibilité, pendant une procédure de règlement amiable, de suspendre provisoirement les actions en justice contre l'entreprise en difficultés financières de la part des créanciers dont la créance est antérieure à l'ouverture de cette procédure.</li> <li>6. L'obligation d'informer tous les créanciers (autres que les créanciers titulaires d'une sûreté comme les créanciers hypothécaires et le Trésor) concernant la date d'ouverture d'une procédure.</li> </ol>
CR_EXPOST = 6 droits ex-post représentant le niveau de protection des créanciers après l'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. La consultation des créanciers est nécessaire après l'ouverture d'une procédure collective concernant le plan de redressement de l'entreprise.</li> <li>2. La possibilité pour les créanciers dont la créance est antérieure à l'ouverture d'une procédure de redressement d'entamer ou de poursuivre une action en justice contre l'entreprise en redressement.</li> <li>3. Les activités précédant l'ouverture des procédures de faillites peuvent être annulées.</li> <li>4. La possibilité pour les créanciers, domiciliés en France, de déclarer leurs créances auprès de leur représentant après le délai légal (de 2 mois) afin de récupérer leurs créances.</li> <li>5. L'inexistence d'un principe de préférence des nouveaux créanciers (postérieurs à l'ouverture d'une procédure judiciaire de redressement) par rapport aux anciens créanciers (antérieurs) : l'impossibilité pour un créancier chirographaire postérieur d'être prioritaire par rapport un créancier privilégié antérieur.</li> <li>6. La priorité accordée aux créanciers postérieurs est effective uniquement en cas de dénouement de la procédure de redressement par une poursuite des activités.</li> </ol>
ANTIMANAG_C R= 5 droits reflétant les possibilités juridiques offertes aux créanciers de sanctionner le manager.	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. La consultation des créanciers est nécessaire après l'ouverture d'une procédure collective concernant le plan de redressement de l'entreprise.</li> <li>2. La possibilité pour les créanciers dont la créance est antérieure à l'ouverture d'une procédure collective d'entamer ou de poursuivre une action en justice contre le dirigeant de l'entreprise en difficultés.</li> <li>3. La possibilité pour les créanciers dont la créance est antérieure à l'ouverture d'une procédure de redressement, d'entamer ou de poursuivre une action en justice contre le dirigeant de l'entreprise en redressement.</li> <li>4. En cas d'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire les personnes qui cherchent à détourner une partie de l'actif du débiteur ou qui cherchent à augmenter frauduleusement le passif de celui-ci sont coupables de banqueroute.</li> <li>5. En cas d'ouverture d'une procédure de liquidation judiciaire les personnes qui cherchent à détourner une partie de l'actif du débiteur ou qui cherchent à augmenter frauduleusement le passif de celui-ci sont coupables de banqueroute.</li> </ol>

<sup>33</sup> Une procédure de règlement amiable est l'ultime mesure de redressement proposée à l'entreprise avant la cessation de paiements. Cette procédure a été instituée par la loi du 1<sup>er</sup> mars 1984.

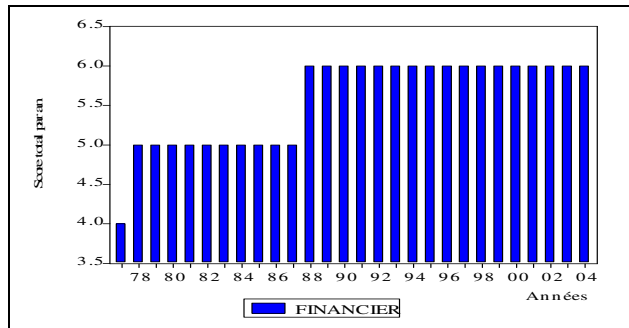


## Annexe 2 – Figures complémentaires

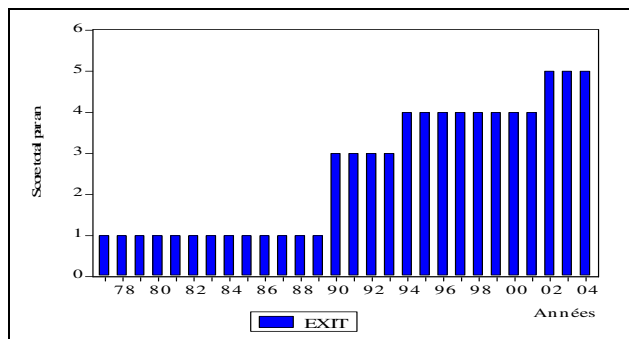
**Figure 6 –** *Progression des droits de vote des actionnaires entre 1977 et 2004*



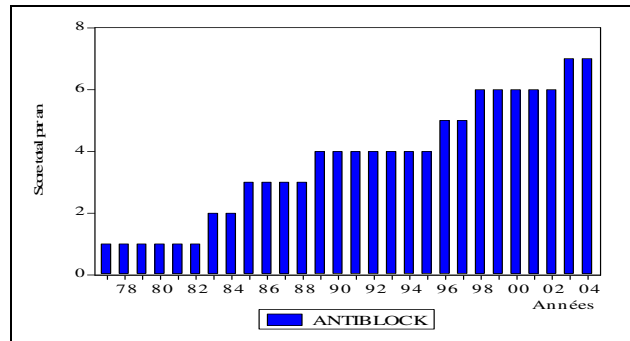
**Figure 7 –** *Évolution des droits financiers des actionnaires entre 1977 et 2004*



**Figure 8 –** *Évolution des droits de sortie des actionnaires entre 1977 et 2004*



**Figure 9 – Évolution des droits anti-blocs d'actionnaires entre 1977 et 2004**



**Figure 10 – Évolution des droits anti-directeurs entre 1977 et 2004**

