

Conseil d'administration et pouvoir dans l'entreprise

The board of directors: a mechanism inside the corporate
governance system

Gérard CHARREAUX(*)

Octobre 1993

(*) Professeur en Sciences de Gestion, Doyen de la Faculté de Sciences
Economiques et de Gestion

IAE DIJON - Faculté de Science Economique et de Gestion

Résumé

L'objectif de cet article est de faire une synthèse des analyses théoriques (issues des théories de l'agence et des coûts de transaction) et des résultats empiriques concernant le conseil d'administration. Après avoir rappelé le cadre d'analyse de cet organe proposé par la théorie de l'agence, ce dernier est présenté comme un maillon du système de gouvernement des entreprises, avant d'examiner comment s'exerce sa fonction disciplinaire au moyen de deux leviers, la politique de rémunération et de révocation des dirigeants. Enfin, il étudie la relation présumée entre le conseil d'administration et la performance de la firme. Cet article conclut à une efficacité limitée du conseil d'administration comme organe disciplinaire qui s'explique par le comportement d'enracinement des dirigeants, les stratégies personnelles des administrateurs et l'hétérogénéité de sa composition. Une éventuelle réforme du rôle de cet organe suppose cependant, et préalablement, une meilleure compréhension de son articulation avec les autres mécanismes composant le système de gouvernement des entreprises.

Mots-clés : conseil d'administration; stratégie d'enracinement ; système de gouvernement d'entreprise.

Abstract:

The objective of this article is to make a synthesis of the theoretical analyses (resulting from the agency theory and the transaction costs theory) and of the empirical results concerning the board of directors. After having recalled the main features of the framework of analysis of this disciplinary mechanism proposed by agency theory, the board of directors is presented as a component of the corporate governance system, before examining how its disciplinary function is exerted through two levers, the compensation policy and the managers' revocation. Lastly, the supposed relation existing between the board of directors and the performance of the firm is examined. This article shows a limited efficiency of the board of directors as a disciplinary mechanism, which is explained by the managers' entrenchment behavior, the directors' personal strategies and the heterogeneity of the board of directors. A reform of the role of this mechanism supposes however, and beforehand, a better understanding of its articulation with the other mechanisms composing the corporate governance system.

Key words: board of directors; entrenchment strategies ; corporate governance system..

JEL: G30

INTRODUCTION

L'importance des défaillances d'entreprises (réelles ou virtuelles) qui sont survenues ces dernières années tant sur le plan national qu'international, notamment lorsqu'il s'agit d'organismes de taille aussi importante que par exemple le Crédit Lyonnais, ainsi d'ailleurs que les différences de performance qui existent entre les différents systèmes économiques nationaux, conduisent inévitablement à s'interroger sur l'efficacité des systèmes de gouvernement des entreprises ou plus généralement des organisations. Comme le souligne la Commission des Opérations de Bourse, dans son 26^{ème} rapport annuel (COB, 1993, p.55): "Dans la recomposition du tissu économique et financier français, accéléré par la réalisation d'un nouveau programme de privatisation, une attention croissante est portée **sur l'évolution des structures de pouvoir, notamment sur le rôle des administrateurs, leur responsabilité individuelle et collective, les relations entre l'administrateur personne physique et la personne morale qu'il représente, leurs relations avec les actionnaires.**" Cette attention portée au système de gouvernement de l'entreprise et plus particulièrement au conseil d'administration constitue une préoccupation relativement nouvelle dans le contexte français¹, par rapport aux pays anglo-saxons où il fait l'objet de multiples débats depuis de nombreuses années².

Traditionnellement, dans le contexte français, le conseil d'administration est étudié principalement sous l'angle juridique; les éléments centraux de l'analyse sont la définition légale du rôle du conseil d'administration et les situations qui peuvent conduire à mettre en cause la responsabilité des administrateurs, notamment quand ces derniers ont failli à la mission de contrôle des dirigeants qui leur est dévolue. Il suffit qu'un administrateur ait manqué d'intérêt pour les affaires sociales pour qu'en principe sa responsabilité puisse être impliquée. Un renforcement du rôle de contrôle légal du conseil d'administration s'est produit dans les pays anglo-saxons où on constate par ailleurs une mise en cause croissante de la responsabilité des administrateurs. Aux États-Unis, la présence d'un comité d'audit, émanation du conseil d'administration, composé d'administrateurs externes (non membres du management) est devenu obligatoire pour les sociétés cotées. Plus récemment, en Grande-Bretagne, la commission Cadbury constituée en mai 1991, à la suite d'une série de faillites retentissantes, afin de trouver les moyens de rétablir la confiance, a proposé une série de mesures constituant

¹- On notera cependant que deux conférences sur le thème du conseil d'administration ont été organisées à Paris par l'Institute for International Research en 1992 et 1993.

²- Pour un point de vue récent sur ce débat, v. Porter (1992), Jensen (1993 a et b), le dossier spécial de la revue *The Economist* (1994) et les ouvrages de Baums, Buxbaum, Hopt (1994) et Dimsdale et Prevezer (1994).

un code de conduite applicable à l'ensemble des sociétés cotées britanniques³. Ce code de conduite dont l'application est recommandée, comprend notamment les règles suivantes: (1) la séparation des tâches entre le Président et le directeur général; (2) l'attribution d'un rôle primordial aux administrateurs externes dont l'indépendance doit permettre de garantir la régularité du fonctionnement de l'entreprise; (3) l'obligation de constituer un comité d'audit composé exclusivement d'administrateurs externes et (4) des comités de rémunération (chargés de fixer les rémunérations des dirigeants) composés majoritairement d'administrateurs externes.

Au delà de la vision juridique, principalement préoccupée de la responsabilité des administrateurs et du PDG, quelle analyse peut-on faire du conseil d'administration qui puisse permettre de mieux comprendre son rôle au sein du système de gouvernement des entreprises? En effet, comme le révèlent les études empiriques⁴, même si on restreint l'analyse aux sociétés cotées, le conseil d'administration présente selon le type de société rencontré, des visages extrêmement différents. La taille, la composition, le fonctionnement et le rôle varient sensiblement, notamment en fonction des stratégies suivies ou de l'incertitude de l'environnement⁵. Peut-on dans une certaine mesure, sinon construire une théorie du conseil d'administration, tout au moins identifier des variables qui permettent de mieux comprendre cet organe et d'éclairer tant les administrateurs sur le rôle qui leur est dévolu que de guider les organes politiques et législatifs, dans leur souci de régulation et de protection de l'intérêt général?

Les travaux consacrés au conseil d'administration existent depuis fort longtemps aux États-Unis. Une littérature abondante principalement normative et descriptive traite exclusivement de ce thème⁶. Des études sont réalisées régulièrement par des organismes tels que Korn Ferry et Heidrick et Struggles. D'autres analyses qui se rattachent principalement à la théorie des organisations, permettent également de disposer de grilles de lectures qui conduisent à une meilleure compréhension du rôle du conseil d'administration comme "organe de gestion et de discipline des dirigeants", mais également comme élément indissociable de l'élaboration de la stratégie suivie par l'entreprise. Ces deux aspects peuvent d'ailleurs être considérés comme complémentaires; le travail conjoint du conseil et des dirigeants pour

³- Les Échos, 3 décembre 1992 - Un nouveau code de conduite pour les sociétés cotées britanniques. On trouvera une présentation détaillée des travaux du comité Cadbury dans Maw, Horsell et Craig-Cooper (1994).

⁴- Voir notamment, Charreaux et Pitou-Belin (1990) pour les sociétés cotées françaises.

⁵- V. Pearce et Zahra (1992)

⁶ - Parmi les principaux travaux, on peut citer Vance (1964,1983), Burt(1983), Waldo (1985), Anderson et Anthony (1986), Lorsch et MacIver (1989), Carver(1990), Demb et Neubauer (1992), Coulson-Thomas (1993), Charkham (1994)...

élaborer la stratégie permet également au conseil d'exercer simultanément sa fonction de surveillance et de contrôle des dirigeants. Ces analyses conduisent également à s'intéresser à des aspects relativement méconnus comme les pratiques de rémunération et le turnover des dirigeants. Certes, les schémas théoriques proposés par ces analyses restent simplificateurs, voire caricaturaux, cependant leurs prédictions sont le plus souvent confirmées par les faits, tant aux États-Unis⁷, que dans des pays européens tels que la Grande-Bretagne⁸, l'Allemagne et la France⁹ et toute réflexion approfondie portant sur le gouvernement de l'entreprise ne peut les ignorer.

Bien qu'il existe de nombreuses autres théories explicatives du rôle du conseil d'administration¹⁰, l'analyse la plus productive pour appréhender le conseil d'administration comme composante du système de gouvernement de l'entreprise fait référence à la *théorie de l'agence*.¹¹ Le principe de base en est très simple et est présent dans la littérature économique depuis fort longtemps; il apparaît dès le 18^{ème} siècle à propos de la gestion des Grandes Compagnies¹² et se situe au centre du débat ouvert au début du siècle par Berle et Means (1932) sur l'efficacité de la gestion des grandes sociétés américaines. Les dirigeants sont les représentants ("les agents") des actionnaires. Comme leurs intérêts divergent de ceux des actionnaires, il est nécessaire qu'ils soient soumis à un système de contrôle afin de gérer conformément à l'intérêt de ces derniers. Si les systèmes de contrôle fonctionnent efficacement, l'entreprise sera performante (du point de vue des actionnaires) et inversement.

Dans un premier temps, nous allons tout d'abord préciser la nature de la relation d'agence qui lie les dirigeants aux actionnaires ainsi que ses conséquences en termes de conflits. Dans un second temps, nous analyserons le conseil d'administration en tant qu'élément du système de contrôle des dirigeants, avant d'examiner dans un troisième temps, les modalités d'exercice de sa fonction disciplinaire, puis d'étudier dans un quatrième temps, la relation entre conseil d'administration et performance de la firme. Enfin, nous concluons en mettant en perspective le conseil d'administration comme élément du système général de gouvernement de l'entreprise.

⁷ - On trouvera une synthèse des résultats dans Charreaux et Pitol-Belin (1990).

⁸- Cosh et Hughes (1987 et 1989).

⁹- Charreaux et Pitol-Belin (1990)

¹⁰- V. Charreaux et Pitol-Belin (1990) pour une présentation de ces différentes théories.

¹¹- Les développements les plus importants de cette théorie pour analyser les firmes sont dus à Jensen et Meckling (1976), Fama (1980) et Fama et Jensen (1983 a et b).

¹²- Adam Smith (1776) en particulier concluait à l'inefficacité de ce type de société par suite de la dissociation des fonctions de propriété et de management.

§1 - La relation d'agence conflictuelle entre actionnaires et dirigeants et ses modes de contrôle

Les arguments invoqués par Berle et Means conduisaient à conclure que dans les grandes sociétés par actions, la dissociation des fonctions de propriété et de management (ou de décision) impliquait une performance inférieure, contraire aux intérêts à terme des actionnaires. Le débat qui en avait résulté avait conduit à la mise en place aux États-Unis, d'une réglementation visant à protéger ces derniers. Pour mieux appréhender la nature des problèmes soulevés par les conflits entre dirigeants et actionnaires, il n'est pas inutile de revenir brièvement sur les principaux motifs qui les justifient.

A - L'origine des conflits entre actionnaires et dirigeants

Trois motifs sont généralement avancés pour expliquer les divergences d'intérêt entre dirigeants et actionnaires: la composition du patrimoine des dirigeants, l'horizon de décision des dirigeants et les prélèvements qu'ils effectuent.

En règle générale, les investisseurs qu'ils soient petits porteurs ou institutionnels, possèdent un portefeuille très diversifié. La limitation du risque qui en résulte, entraîne *a priori* une perception des risques encourus différente de celle des dirigeants dont la richesse dépend pour une partie majeure de la valeur de la société dirigée. Tout d'abord, ils peuvent détenir une partie du capital de la société, mais surtout leur valeur en termes de "capital humain" est principalement fonction des résultats de la firme. Les possibilités de diversification du risque sur cette composante de leur patrimoine (le plus souvent la plus importante) sont quasiment inexistantes, sauf à gérer plusieurs entreprises simultanément. L'intérêt du dirigeant est de ce point de vue de choisir une stratégie moins risquée que ce qui serait conforme aux intérêts des actionnaires.

La deuxième source de conflit trouve son origine dans les divergences d'horizon entre actionnaires et dirigeants. En caricaturant, l'horizon du dirigeant est conditionné par sa présence à la direction de la société, c'est à dire au mieux par sa durée de vie. Compte tenu de l'âge moyen d'accession à la direction, la durée moyenne des fonctions managériales est en France d'une dizaine d'années. Inversement, l'horizon des actionnaires n'est *a priori* pas limité puisque pour les sociétés cotées, la possibilité de revente sur le marché lié au caractère négociable des actions, fait que la valorisation se détermine en principe sur un horizon infini. Les dirigeants sont par conséquent conduits à élaborer leur stratégie en fonction de leur durée

de présence probable à la tête de l'entreprise; il s'ensuivrait selon cet argument un biais en faveur des décisions privilégiant le court terme¹³.

La politique de prélèvement (entendue au sens large) constitue la troisième source de conflit. Au sens strict (c'est à dire pour les avantages en nature), on peut certes considérer, qu'il s'agit dans les grandes sociétés d'un élément négligeable, les sommes en jeu pouvant être considérées comme minimales. En revanche, si on inclut dans cette politique, certains investissements de prestige (financement de clubs, parrainages...) dont l'intérêt direct pour le développement des activités de l'entreprise n'est pas toujours évident, les conflits d'intérêt peuvent se révéler significatifs.

B - Les conséquences des conflits: l'incidence sur la stratégie et les coûts d'agence

Selon ces arguments, les dirigeants seraient enclins à entreprendre une stratégie visant à préserver la valeur de leur patrimoine personnel, à les maintenir à la tête de la firme et éventuellement, à leur permettre de tirer des profits non pécuniaires de l'exercice de leur fonction de direction. A l'évidence, tous ces éléments convergent vers l'adoption par les dirigeants, d'une stratégie "d'enracinement", dont l'objectif est le maintien à la direction afin de retirer le maximum de rentes de la position hiérarchique occupée. Pour reprendre une formulation théorique introduite par Shleifer et Vishny (1989), le dirigeant vise à maximiser la valeur des investissements dont le caractère spécifique¹⁴ dépend de sa présence à la direction. Il cherche ainsi à rendre son remplacement coûteux pour les actionnaires. Une modalité alternative d'enracinement évoquée par Stiglitz et Edlin (1992) et qui s'appuie sur un argument différent de celui de la spécificité, consiste à décourager la concurrence et le recrutement de nouveaux dirigeants (ainsi d'ailleurs que les contrôles des actionnaires) en investissant dans des activités difficilement évaluables et contrôlables¹⁵, en raison notamment de l'asymétrie d'information qui joue en défaveur des investisseurs externes. Les choix stratégiques, notamment ceux qui déterminent la nature des investissements, apparaissent ainsi dictés par

¹³ - Dechow et Sloan, Executive incentives and the horizon problem, Journal of Accounting and Economics, Vol.14, 1991; ces deux auteurs montrent en particulier que les dépenses de R&D chutent lorsque le dirigeant approche de la fin de ses fonctions.

¹⁴- Le caractère plus ou moins spécifique d'un actif ou d'un investissement est lié à sa possibilité de réutilisation au sein d'une autre firme. Une machine dont le caractère est fortement spécifique à l'entreprise perd sa valeur en cas de fermeture de cette dernière (valeur d'occasion faible). Un investissement dont le caractère spécifique serait lié à la présence du dirigeant à la tête de l'entreprise perdrait sa valeur avec le départ de celui-ci. L'exemple le plus typique de ce type de situation est le cas des investissements immatériels tels que la marque qui dans certains cas peut s'identifier à la personne du dirigeant.

¹⁵- Parmi les investissements peu contrôlables du fait du "bruit" informationnel qu'ils présentent, figurent notamment les investissements en innovation ou en recherche et développement. Une analyse voisine de la politique d'investissement en fonction du comportement des dirigeants peut être trouvée dans Hirshleifer (1993) et Hirshleifer et Suh (1992).

l'objectif d'enracinement du dirigeant et comme des moyens de contrer les différents mécanismes disciplinaires mis en oeuvre par les actionnaires¹⁶.

Par exemple, le dirigeant peut avoir intérêt à pratiquer une stratégie de croissance par diversification de façon à limiter son risque managérial¹⁷, d'autant plus que la rémunération apparaît fortement corrélée avec la taille. Toutefois, cette diversification pour répondre à l'objectif d'enracinement doit se faire dans les secteurs où le dirigeant détient un avantage comparatif (en termes de compétences personnelles ou en termes informationnels) par rapport aux dirigeants qui sont potentiellement ses remplaçants. Apparemment, ces deux préoccupations, réduction du risque et utilisation de l'avantage comparatif peuvent paraître contradictoires. Le souci de réduction du risque conduit à choisir une diversification dans des secteurs non liés au secteur d'origine; inversement, l'argument de l'avantage comparatif oriente vers une diversification dans des secteurs proches. Une façon de concilier les deux préoccupations est de concevoir l'avantage comparatif en termes de compétence managériale; un dirigeant dont la compétence principale est liée à la fonction commerciale aura tendance à mettre en oeuvre une politique de diversification dans les activités où ce type de compétence est un facteur déterminant de succès; ce qui n'exclut pas que les secteurs visés soient indépendants en termes de risque d'exploitation du secteur d'origine. La stratégie de diversification va souvent à l'encontre de l'intérêt des actionnaires; compte tenu du caractère optionnel (au sens de la théorie des options) de leur investissement¹⁸, leur intérêt est que le risque encouru soit élevé. Leur portefeuille personnel leur permet par ailleurs de diversifier leur risque. Les dirigeants peuvent également surpayer les acquisitions qui leur permettent de satisfaire leur objectif d'enracinement. L'argument de "contrôlabilité" de l'activité peut aussi jouer en faveur de la diversification, mais justifie également l'investissement en recherche et développement, *a priori* plus difficilement contrôlable.

Les conclusions de cette analyse semblent être confirmées empiriquement. Hill et Snell (1988, 1989) trouvent une corrélation positive entre le degré de diffusion du capital et la diversification. L'argumentation traditionnelle prétend qu'une structure dispersée du capital implique un contrôle faible de la part des actionnaires ce qui permettrait au dirigeant de mettre en oeuvre sa stratégie de diversification. On peut prolonger l'argument, en prétendant que le dirigeant agit sur la structure du capital de façon à pouvoir pratiquer sa politique de diversification; s'il ne contrôle pas le capital, il a intérêt à accroître le degré de diffusion. Une

¹⁶- Bien entendu, les mêmes arguments trouvent à s'appliquer pour les mécanismes disciplinaires mis en oeuvre par les autres partenaires, tels que par exemple les banquiers.

¹⁷ - Amihud et Lev (1981)

¹⁸- Selon l'interprétation de Black et Scholes (1973), les fonds propres constituent une option sur les actifs de la firme; la valeur de cette option est d'autant plus élevée que le risque est important.

politique d'acquisition financée par échange de titres peut ainsi conduire à un accroissement de la diffusion du capital et renforcer l'autonomie du dirigeant. La structure du capital devient alors une variable endogène au processus stratégique.

Selon cette optique, la stratégie poursuivie par le dirigeant a pour objectif l'enracinement; elle entraîne des *coûts d'agence*, notamment des coûts de surveillance et des coûts d'opportunité. Les coûts de surveillance sont associés aux systèmes mis en place par les actionnaires pour inciter les dirigeants à gérer conformément à leurs intérêts (coût de fonctionnement des organes de contrôle, reporting, audit...). Quant aux coûts d'opportunité, ils sont liés à l'écart qui existe entre la stratégie adoptée par les dirigeants et celle qui maximiserait la richesse des actionnaires.

C - L'intensité des conflits et la structure de répartition du capital de la société

Comme le supposent Jensen et Meckling (1976), l'intensité du conflit entre actionnaires et dirigeants est vraisemblablement fonction de la répartition du capital de la société; plus le dirigeant détiendrait une part importante du capital, moins les conflits seraient importants, il y aurait convergence des intérêts et les entreprises les plus performantes seraient celles où les dirigeants détiendraient une part importante du capital (thèse de la convergence des intérêts). Cette thèse a notamment été contestée par Demsetz (1983) qui soutient que la structure de propriété en tant que variable endogène du processus de maximisation de la valeur n'aurait pas d'influence sur la valeur de la firme (thèse de la neutralité), puis par Morck, Shleifer et Vishny (1989) qui en s'appuyant sur l'effet d'enracinement, prétendent au contraire qu'un dirigeant détenant la majorité du capital et échappant ainsi aux différents systèmes disciplinaires, réaliserait une performance inférieure (thèse de l'enracinement). Les nombreux tests empiriques réalisés très majoritairement sur des sociétés américaines, qui tendent d'établir une relation entre la performance et le pourcentage de capital détenu par les dirigeants, donnent des résultats contradictoires¹⁹, qui sont dus notamment à la diversité des mesures de performance et de détention du capital utilisées. Il semblerait cependant que la relation entre les deux dimensions ne soit pas linéaire et que le résultat obtenu dépende de la zone considérée (en termes de pourcentage de capital détenu).

Pour la France, Charreaux (1991) conclut en faveur de la thèse de la convergence des intérêts relativement à l'incidence de la structure de propriété sur la valeur totale de la firme; en revanche, l'absence de relation identifiée avec la valeur des fonds propres confirmerait au contraire la thèse de la neutralité. En recourant à la typologie sociétés managériales, contrôlées

¹⁹- Voir notamment Lawriswsky (1984), Demsetz et Lehn (1985), Morck, Shleifer et Vishny (1988), Holderness et Sheehan (1988), Mikkelson et Partch (1989), Wruck (1989), Hill et Snell (1989), McConnell et Servaes (1990), Oswald et Jahera (1991) et Hermalin et Weisbach (1991).

et familiales, établie à partir des relations qui lient les dirigeants aux actionnaires pour les sociétés françaises, par Charreaux et Pitol-Belin (1985a, 1985b), la même étude établit qu'aucune forme n'est dominante du point de vue des actionnaires; inversement, la forme la plus performante en s'appuyant sur le critère de la valeur totale de la firme serait la forme familiale. La différence de résultat obtenue entre les deux approches de la performance pourrait s'expliquer par l'influence de l'endettement sur la gestion de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants.

Au delà du pourcentage de capital détenu par les dirigeants et de la nature de l'actionnariat de la société, l'étude de la relation entre la performance et la nature des actionnaires peut être approfondie en analysant l'incidence de la présence de détenteurs de blocs de contrôle et d'investisseurs institutionnels²⁰. Précisons que la part de capital détenue par les investisseurs institutionnels a très fortement crû, notamment aux États-Unis où elle atteint actuellement près de 50%²¹. Selon Shleifer et Vishny (1986), la présence de détenteurs de blocs de contrôle (non affiliés aux dirigeants) en favorisant les prises de contrôle, permettrait un contrôle plus efficace des dirigeants; elle s'accompagnerait en conséquence d'un effet favorable sur la valeur de la firme. Ce rôle et cette incidence sont notamment confirmés par les études de Mikkelson et Ruback (1985), Holderness et Sheehan (1985), Barclay et Holderness (1991), Bethel et Liebeskind et Shivdasani (1993). Inversement, si les détenteurs de blocs de contrôle sont affiliés aux dirigeants, le contrôle des dirigeants en est renforcé et l'incidence sur la valeur est défavorable (Wruck,1989, Shivdasani, 1993 et Slovin et Sushka, 1993).

La relation entre la présence d'investisseurs institutionnels et la valeur de la firme peut recevoir plusieurs interprétations. Ainsi, Pound (1988) propose trois hypothèses. La première hypothèse suppose que les investisseurs institutionnels en tant qu'experts peuvent exercer un contrôle plus efficace des dirigeants; leur intervention aurait une influence favorable sur la valeur de la firme. La seconde hypothèse retient au contraire la collusion entre les dirigeants et les investisseurs institutionnels qui auraient intérêt à appuyer les dirigeants par crainte de représailles commerciales. Les conséquences négatives de cette hypothèses sont également partagées par la troisième hypothèse selon laquelle, il y aurait un avantage mutuel à la collaboration entre dirigeants et investisseurs institutionnels. Pound (1992) soutient cependant

²⁰- Brickley, Lease et Smith (1988), Pound (1988), Wruck (1989), McConnell et Servaes (1990), Hermalin et Weisbach (1991), Barclay et Holderness (1991), Baysinger, Kosnik et Turk (1991), Chaganti et Damanpour (1991), Mallette et Fowler (1992), Shivdasani (1993), Weisbach (1993), Bethel et Liebeskind (1993) et Slovin et Sushka (1993)

²¹- On trouvera des statistiques détaillées sur le rôle des investisseurs institutionnels dans Brancato (1991) et plus généralement un recueil d'analyses dans Sametz et Bicksler (1991) et dans Baums, Buxbaum et Hopt (1994).

que les institutionnels ont intérêt à contrôler les dirigeants et à intervenir activement compte tenu de la concentration des actions qui rend difficile les échanges de titres, sauf à traiter avec d'autres institutionnels. Les résultats de la plupart des études empiriques confirment la première hypothèse et l'incidence favorable du rôle disciplinaire exercé par les investisseurs institutionnels (McConnell et Servaes, 1990, Chaganti et Damanpour, 1991, Mallette et Fowler, 1992). Plus spécifiquement, et contrairement à l'idée répandue que les investisseurs institutionnels privilégieraient une optique de court terme, la présence de ces derniers aurait une incidence favorable sur la croissance des dépenses de recherche et développement (Baysinger, Kosnik et Turk, 1991 et Hansen et Hill, 1991).

L'analyse de l'influence de la structure du capital sur le comportement des dirigeants montre que le rôle du conseil d'administration dépend de cette dernière. Comme l'ont constaté Charreaux et Pitoł-Belin (1985a, 1985b et 1990) dans le contexte français, le rôle du conseil d'administration évolue avec la structure de propriété et sa fonction disciplinaire devient secondaire dans les firmes familiales ou contrôlées, où le contrôle relève principalement des actionnaires. Ainsi, par exemple, on observe un nombre d'administrateurs externes significativement plus élevé dans les sociétés managériales que dans les sociétés familiales. Le conseil d'administration n'est qu'un maillon du système de contrôle des dirigeants; il intervient comme complément et/ou substitut des autres composantes et son rôle et sa composition, ainsi d'ailleurs que son efficacité ne peuvent être analysées indépendamment de ce contexte plus général. Toutes choses égales par ailleurs, son rôle est d'autant plus important que le contrôle de l'actionnariat sur le dirigeant est faible

§2 - Le conseil d'administration: un élément du système de contrôle des dirigeants

Le système de contrôle des dirigeants est souvent décrit comme comportant deux grandes catégories de mécanismes²², respectivement externes et internes à l'entreprise. Les *mécanismes externes* comprennent: (1) le marché des biens et services; (2) le marché financier (particulièrement comme lieu de réalisation des prises de contrôle); (3) les relations de financement avec les banques; (4) le marché du travail, notamment celui des cadres-dirigeants et (5) l'environnement légal, politique et réglementaire, notamment par les relations qui s'établissent avec les bureaucraties publiques et par le régime légal qui encadre le règlement des défaillances. L'efficacité de ces mécanismes pour ceux qui relèvent de processus de marché est fondée pour l'essentiel sur le caractère concurrentiel. Les mécanismes de contrôle externes sont complétés par des *mécanismes internes*, susceptibles

²²- Charreaux (1987 et 1992) et Jensen (1993). La présente présentation des systèmes de contrôle est cependant plus complète.

de pallier leurs carences éventuelles. Quatre principaux types de contrôles peuvent être distingués: (1) le contrôle exercé par les actionnaires; (2) la surveillance mutuelle entre dirigeants; (3) les contrôles formels ou informels mis en place par les employés et (4) le conseil d'administration.

Dans la théorie de l'agence, Fama (1980) et Fama et Jensen (1983a) attribuent au conseil d'administration la mission de contrôler les principaux dirigeants. Leur analyse part du cas particulier de la firme managériale à actionnariat diffus où la séparation entre les fonctions de propriété et de décision est très prononcée. Dans ce type de firme, l'efficacité du contrôle du conseil d'administration est censée reposer d'une part, sur la surveillance mutuelle entre dirigeants présents au conseil, et d'autre part, sur la présence d'administrateurs externes (non affiliés au management)²³. Ces derniers doivent avoir les compétences (il s'agit le plus souvent de dirigeants d'autres sociétés ou d'anciens dirigeants) et l'indépendance nécessaires pour exercer leur fonction de contrôle et d'arbitrage. L'existence d'un marché des administrateurs externes concurrentiel garantirait selon Fama (1980) l'absence de collusion entre ces derniers et les dirigeants. Cette vision des administrateurs externes est corroborée par les résultats obtenus par Kaplan et Reishus (1990), qui montrent que les dirigeants qui sont perçus comme les plus compétents, tendent à occuper plus fréquemment des postes d'administrateurs externes, ainsi que par Charreaux (1991) qui met en évidence une relation entre la performance des firmes managériales et le nombre de mandats cumulés par les administrateurs externes. Ce rôle de contrôle des dirigeants attribué au conseil d'administration est confirmé par la plupart des études empiriques qui ont été réalisées, notamment sous forme d'enquêtes auprès des administrateurs et des présidents. Comme le montrent Charreaux et Pitoï-Belin (1990), ce rôle disciplinaire est particulièrement ressenti dans les sociétés managériales.

La *théorie des coûts de transaction* propose une analyse du conseil d'administration qui complète la vision précédente issue de la théorie de l'agence. Pour Williamson (1985) le conseil d'administration constitue un mécanisme organisationnel permettant de garantir la sécurité des transactions, en premier lieu, entre la firme et les actionnaires en tant qu'apporteurs de capitaux et en second lieu, entre la firme et les dirigeants, qui louent leur capacité managériale. Accessoirement, et dans des circonstances particulières, il peut également assurer le même rôle pour gérer des relations avec d'autres partenaires, tels que par exemple, les salariés ou les créanciers. La transaction qui intervient entre les actionnaires et la firme se traduit par un apport de fonds propres. Une telle transaction possède un caractère spécifique évident. Si un actionnaire en tant qu'individu peut très facilement récupérer sa mise

²³- Cette présence est obligatoire pour les sociétés américaines cotées. Un organisme spécialisé PRO NED a par ailleurs été mis en place au Royaume-Uni pour favoriser le recrutement d'administrateurs externes.

en revendant ses titres sur le marché, il n'en est pas de même des actionnaires perçus comme groupe homogène. Leur investissement n'est pas limité dans le temps; il n'est pas soumis à un renouvellement régulier et aucun actif spécifique n'en constitue le support; il apparaît donc extrêmement risqué. Deux systèmes de sauvegarde permettent d'éviter que la prime de risque demandée par les investisseurs ne soit excessive. Premièrement, l'apport de fonds propres peut être intégralement fait par l'entrepreneur et ses proches, mais le montant des fonds qui peut être ainsi collecté est limité. Deuxièmement, il est possible de mettre en place différents mécanismes juridiques et organisationnels chargés de protéger les intérêts des actionnaires (statuts, contraintes légales portant sur l'information des actionnaires...) dont le conseil d'administration représente un élément central.

Il est également possible de recourir à la théorie des coûts de transaction pour justifier ou non la présence d'autres partenaires de la firme au sein du conseil d'administration. Dans des conditions normales, la présence des prêteurs n'est pas justifiée car la sauvegarde de leurs intérêts est assurée, en particulier par les garanties bancaires. Le versement régulier des annuités et le renouvellement des prêts constituent également des moyens de contrôle de l'investissement fait par les prêteurs. La présence des prêteurs au conseil peut devenir nécessaire lorsque la firme connaît des difficultés financières graves ou lorsque les enjeux sont particulièrement importants. De même, l'analyse des relations avec les fournisseurs et les clients permet rarement de justifier leur présence au sein du conseil. Lorsque la transaction présente un caractère spécifique fort, la sauvegarde des intérêts des différentes parties est assurée par d'autres mécanismes; par exemple, les clients sont protégés par l'existence des marques et les associations de consommateurs.

La présence de représentants des salariés au conseil d'administration peut s'expliquer comme mécanisme de gestion de la transaction firme / employés. Dans cette relation, les employés et les firmes réalisent souvent des investissements spécifiques importants ce qui justifie notamment que les contrats de travail soient de longue durée. La protection assurée par le contrat de travail peut se révéler insuffisante en particulier en matière d'ajustement des salaires et du niveau d'emploi. Une façon de diminuer les coûts de transaction en améliorant l'information des salariés, notamment en cas de difficultés financières, peut consister à admettre des représentants des salariés au conseil. Cependant, la mise en place d'un mécanisme de sauvegarde tel que le conseil d'administration comporte également des coûts pour l'organisation. En dehors des coûts de fonctionnement proprement dits, la présence de certains partenaires au conseil, qui peuvent profiter de leur situation pour influencer les transactions de façon à en tirer profit, peut induire des coûts d'opportunité particulièrement élevés. Williamson attribue également au conseil d'administration un rôle secondaire de protection des intérêts des dirigeants. La firme en tant qu'entité, loue les capacités

managériales des dirigeants. Cette relation contractuelle est particulière car dans les grandes sociétés, sauf s'il existe un comité des rémunérations indépendant, ce sont le plus souvent les dirigeants qui établissent leurs propres contrats. Compte tenu du caractère spécifique important de cette relation tant pour les dirigeants que pour la firme, des systèmes de protection se révèlent nécessaires. Par exemple, le système des "golden parachutes" permet d'indemniser le dirigeant en cas de licenciement à la suite d'une prise de contrôle. Dans cette même logique de protection des intérêts, la participation des dirigeants au conseil d'administration constitue un mécanisme de contrôle mutuel.

§3 - L'exercice de la fonction disciplinaire du conseil d'administration

Que ce soit dans la théorie de l'agence ou dans la théorie des coûts de transaction, le conseil d'administration chargé de représenter les intérêts des actionnaires apparaît comme le mécanisme privilégié de contrôle des dirigeants. Cependant, ce rôle disciplinaire n'est véritablement important que pour les sociétés de type managérial, sans actionnaire dominant. Une étude approfondie des relations actionnaires-dirigeants nécessiterait par conséquent de procéder à une analyse subordonnée à la répartition du capital, ou plutôt à celle des droits de vote. En fait, quelle que soit la composition du capital, le critère important relativement à l'objectif d'enracinement du dirigeant est de savoir si le conseil d'administration est en mesure de contrôler les dirigeants, notamment de fixer leurs rémunérations et de les remplacer.

A - Les difficultés rencontrées par le conseil dans l'exercice de sa tâche de contrôle

La mission d'évaluation des dirigeants dévolue en principe au conseil d'administration est particulièrement complexe. Walsh et Seward (1990) montrent que le conseil d'administration doit évaluer simultanément les capacités des dirigeants et les efforts qu'ils ont fournis. Cette évaluation est particulièrement délicate à mener compte tenu de la complexité des tâches managériales et des asymétries informationnelles. L'information du conseil provient principalement du président et des administrateurs qui appartiennent au management de la firme. Ces deux sources sont cependant peu fiables. Le dirigeant peut sélectionner l'information et il est difficile aux administrateurs internes, subordonnés du président, d'adopter un comportement contraire à ses intérêts, d'autant plus qu'ils ont souvent des intérêts liés. Les administrateurs externes, même s'ils sont expérimentés et connaissent bien les tâches de direction, sont donc très dépendants en matière d'information.

Quel que soit le degré d'information des administrateurs, une condition nécessaire pour qu'un contrôle effectif puisse s'exercer est que le conseil soit dominé par les représentants des actionnaires ou par des administrateurs externes indépendants. Enfin, il est souvent difficile de distinguer dans la performance obtenue ce qui relève de la responsabilité

du dirigeant, de ce qui est dû à l'évolution d'un environnement sur lequel il ne peut agir ou qui est particulièrement contraignant. La référence au marché boursier et aux performances des titres des sociétés situées dans le même secteur peut cependant permettre des comparaisons.

B - Les différents types de contrôle possibles

Selon Ouchi (1979) et Eisenhardt (1985), le type de contrôle varie selon les caractéristiques informationnelles de la tâche à accomplir, c'est à dire principalement de la programmabilité de la tâche (une bonne programmabilité permet un contrôle sur le comportement, c'est à dire sur l'accomplissement de la tâche) et de la possibilité de mesurer les résultats. Ces deux dimensions (programmabilité de la tâche et mesurabilité des résultats), leur permettent de construire une typologie des modes de contrôle.

Figure 1: Les différents types de contrôle

		Programmabilité de la tâche	
		Parfaite	Imparfaite
Mesurabilité des résultats	Elevée	Contrôle du comportement ou des résultats	Contrôle des résultats
	Faible	Contrôle du comportement	Socialisation "contrôle clanique"

Compte tenu de la complexité des tâches managériales qui induit une programmabilité très imparfaite, il semblerait que le contrôle des dirigeants relève soit du contrôle sur les résultats, soit du contrôle par socialisation. En fait, l'observation du fonctionnement des conseils d'administration montre que les trois types de contrôle coexistent.

Tout d'abord, même si les tâches des dirigeants peuvent être considérées comme échappant à toute programmation, le conseil d'administration peut cependant intervenir en participant par l'intermédiaire de comités à la définition de la stratégie ou en fixant des garde-fous tels que des seuils d'investissement ou de financement, au delà desquels le conseil doit être obligatoirement consulté. Ce type d'intervention très fréquent au sein des sociétés

américaines est relativement peu répandu en France (Charreaux et Pitol-Belin, 1990). Le contrôle sur les résultats se révèle au contraire systématique. Il se heurte à la difficulté de mesurer la performance des dirigeants. Le souci d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires devrait conduire à retenir des mesures de performance fondées sur les cours boursiers; mais, une partie substantielle de leur évolution échappe au contrôle des dirigeants. La définition de critères de performance objectifs fondés sur les valeurs de marché est donc délicate. L'observation des pratiques révèle ainsi que les critères comptables restent dominants, même s'ils sont aisément manipulables. L'inefficacité relative des deux premiers types de contrôle conduit à accorder une place importante à un contrôle de type "clanique", ce qui justifierait la composition des conseils d'administration constitués principalement d'autres dirigeants, spécialistes des tâches managériales et par conséquent, mieux à même de juger leurs pairs.

Certains auteurs (Gupta, 1987; Baysinger et Hoskisson, 1990) associent à la distinction contrôle du comportement et contrôle des résultats, la distinction contrôle stratégique et contrôle financier, qui leur paraît plus adaptée au contrôle des dirigeants. Le contrôle stratégique se caractériserait par une évaluation ex-ante du processus de prise de décision fondée sur des critères subjectifs; cette première évaluation serait complétée ex-post par des critères financiers de performance. Par opposition, le contrôle financier s'appuierait uniquement sur des critères financiers objectifs qu'ils soient ex-ante (budgets) ou ex-post (critères de résultat, comptables et financiers). Selon, Baysinger et Hoskisson (1990), les administrateurs internes qui ont une meilleure connaissance du processus de décision procéderaient à un contrôle de type stratégique et les administrateurs externes à un contrôle de type financier. Le type de contrôle choisi influencerait également sur le type de stratégie adoptée. Les conseils dominés par les administrateurs internes en autorisant un comportement plus discrétionnaire des dirigeants, conduiraient à l'adoption de stratégies davantage axées sur la recherche et le développement. Ce résultat est confirmé empiriquement pour les sociétés américaines par Hill et Snell (1988) et Baysinger, Kosnik et Turk (1991).

C - Les leviers d'actions du conseil d'administration: rémunération et révocation

Quelles que soient les modalités du contrôle pratiqué par le conseil d'administration, ce dernier ne dispose que de deux leviers pour discipliner les dirigeants, la rémunération et la révocation.

1 - La rémunération; le lien rémunération/performance

La structure du système de rémunération doit être conçue de telle façon que le dirigeant gère conformément à l'intérêt des actionnaires. Miller et Scholes (1982) et Smith et

Watts (1983) identifient trois principaux modes de rémunération: ceux qui sont indépendants de la performance réalisée (salaires, retraites et assurance-vie), ceux qui sont fonction de la performance, évaluée à partir des cours boursiers (attribution d'actions aux dirigeants et stock-options) et enfin, ceux qui dépendent des mesures comptables de la performance (bonus, ...).

Chacune de ces formules présente des caractéristiques bien particulières. Une rémunération fixe si elle est renégociée régulièrement permet de résoudre la plupart des conflits. Néanmoins, la fixité présente des inconvénients bien connus. Le dirigeant sera incité à limiter la variance des résultats et le recours à l'endettement qui accroît les sorties fixes de liquidités; toutes choses égales par ailleurs, il en résultera une politique d'investissement plus prudente, financée prioritairement par fonds propres. Il aura tendance également à accroître ses prélèvements non pécuniaires. En outre, en cas de départ à la retraite dans un horizon rapproché, la perspective d'une renégociation perdra tout pouvoir incitatif. Les modes de rémunération qui s'appuient sur un intéressement au capital sont censés pallier ces inconvénients. La contrainte d'horizon ne joue plus puisqu'en tant qu'actionnaire, le dirigeant profitera du supplément de valeur dégagé. Le recours aux options conduit le dirigeant à opter pour une politique d'investissement plus risquée²⁴ et à recourir de préférence à l'endettement qui permet d'accroître le risque financier. Enfin, les systèmes d'intéressement fondés sur des mesures comptables malgré leurs défauts (risque de manipulation), permettent également de résoudre en partie les conflits liés aux divergences d'horizon et jouent un rôle incitatif. L'effet des différents systèmes de rémunération pour aligner les intérêts des actionnaires et des dirigeants reste cependant très discuté, notamment dans ses conséquences sur la politique d'investissement²⁵. Ainsi, Bizjak, Brickley et Coles (1993) montrent que les firmes pour lesquelles l'asymétrie d'information entre actionnaires et dirigeants est forte, sont enclines pour induire des choix d'investissement optimaux à mettre en place des contrats de rémunération fondés sur les taux de rentabilité boursiers à long terme, ce qui est confirmé par leurs tests empiriques.

De nombreuses études empiriques tentant d'évaluer la liaison entre la performance boursière et le système de rémunération ont été réalisées aux États Unis; leurs résultats sont mitigés²⁶. Deux conclusions semblent se dégager cependant. Premièrement, la rémunération apparaît liée à la performance, mais l'intensité de cette relation est très variable selon les études. En particulier, Jensen et Murphy (1990) trouvent une relation très atténuée et

²⁴- Pour une étude approfondie de l'incidence des stock-options, lire Desbrières (1991). Une étude empirique récente, DeFusco, Zorn et Johnson (1991) infirme l'incidence présumée des stock-options.

²⁵- Voir notamment pour des études récentes Kumar et Sopariwala (1992) et Bizjak, Brickley et Coles (1993).

²⁶ - cf. Charreaux et Pitol-Belin (1990), op. cit. , pp.97-100 pour une synthèse; également Walsh et Seward (1990), pp. 427-429 et Pigé (1993)

concluent au caractère peu incitatif du système de rémunération. Deuxièmement, la composante variable semble à l'origine, comme on pouvait s'y attendre, du caractère incitatif: bonus, actions et stock-options (Gerhart et Milkovich, 1990). L'efficacité de la rémunération comme mode de régulation des dirigeants semble limitée d'après la plupart des études empiriques effectuées²⁷. Même s'il y a corrélation entre performance et rémunération, la performance ne semble constituer qu'une composante explicative très mineure de la rémunération²⁸.

Les rares éléments d'information portant sur les sociétés françaises, confirment les résultats américains²⁹. Selon une enquête réalisée par Hewitt (1988), 76% des chefs d'entreprise bénéficieraient d'une rémunération variable (composée des primes et d'un intéressement) qui représenterait en moyenne, 16% de la rémunération globale. D'après une autre étude réalisée par Monks, plus de 90% des PDG et 80% des DG percevraient un bonus. Pour 80% des DG le montant du plan de bonus représenterait un montant inférieur à 20% du salaire, alors que pour les PDG, ce pourcentage s'établirait au tiers. Le calcul du bonus des PDG repose soit sur le résultat net (pour deux-tiers des cas), soit sur le bénéfice par action ou la rentabilité des capitaux investis. Les plans d'options sur actions sont particulièrement répandus dans les grandes entreprises; toujours selon Hewitt (1988), 76% des chefs d'entreprise de plus de 800 salariés bénéficieraient d'un tel plan, alors que sur l'ensemble des entreprises, ce pourcentage serait de 20%. Selon Monks, les options sur actions représenteraient pour la plupart des PDG une valeur d'une à deux fois le salaire. Il semblerait cependant que les systèmes d'intéressement sous forme d'actions soient moins répandus que dans les pays anglo-saxons. La relation entre la performance et la rémunération n'a fait l'objet en France, que d'études (Hewitt, 1988) fondées sur des critères comptables (rentabilité financière, résultat net / chiffre d'affaires, chiffre d'affaires / effectif). Elle apparaît faible et ne devient significative que pour la composante variable de la rémunération.

Cette faiblesse qui semble à première vue, contredire la théorie de l'agence, peut trouver une explication dans l'interaction des différents systèmes de contrôle, notamment dans la liaison avec la structure de financement des sociétés et la discipline exercée par les apporteurs de capitaux. John et Kose (1993) montrent que la structure de rémunération optimale obtenue en prenant simultanément en compte les relations d'agence entre actionnaires

²⁷- On trouvera une synthèse dans Pigé (1993). Les études réalisées portent presque exclusivement sur les États-Unis. Pour l'Allemagne, Fitzroy et Schwalbach (1990) trouvent également une faible corrélation entre la rémunération et la performance.

²⁸ - Finkelstein et Hambrick (1988, 1989) proposent des modèles explicatifs de la rémunération des dirigeants qui montrent la complexité des déterminants et leur interaction.

²⁹- Les principaux résultats sont issus des études réalisées par les sociétés Hewitt (1988, 1990) et Monks (1990, 1991) et ont été repris de Pigé (1993).

et dirigeants, mais également entre actionnaires et créanciers obligataires, implique une faible corrélation entre la rémunération et la performance. Cette interdépendance des systèmes de rémunération et des décisions financières a été confirmée empiriquement par Smith et Watts (1992), Mehran (1992) et Gaver et Gaver (1993). En particulier, ces derniers ont trouvé que les firmes de croissance qui présentent des ratios d'endettement moins élevés et pratiquent une distribution de dividendes moins généreuse, offrent une rémunération supérieure à leurs dirigeants. Le lien entre le type de rémunération, la stratégie adoptée et la performance est confirmé par une étude empirique de Gomez-Mejia (1992) qui conclut que les dirigeants établissent leurs stratégies en réponse à la structure de rémunération fixée par le conseil d'administration.

2 - La révocation: le lien turnover des dirigeants / performance

Le remplacement du dirigeant constitue le second levier dont dispose le conseil d'administration pour agir sur le dirigeant. La quasi-totalité des nombreuses études empiriques³⁰ réalisées aux États-Unis, concluent que la performance permet de prédire en partie les changements de dirigeants; plus la performance est médiocre, plus la probabilité d'un changement de dirigeant apparaît élevée. Morck, Shleifer et Vishny (1989) montrent que le conseil d'administration tient compte de la situation du secteur dans lequel se situe la firme pour apprécier la performance du dirigeant; si le secteur connaît une crise, les dirigeants ne sont pas sanctionnés. Weisbach (1988) confirme qu'il y a une meilleure corrélation entre une performance déficiente et le changement de dirigeant dans les conseils d'administration dominés par les administrateurs externes³¹. Par ailleurs, un changement de dirigeant ayant pour objet d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, devrait se conclure par une incidence favorable sur les cours boursiers. Compte tenu des nombreuses difficultés rencontrées pour tester ces hypothèses (difficulté à cerner la différence entre révocation et départ volontaire...), les résultats des études empiriques sont contradictoires. Les résultats obtenus ne permettent pas non plus de trancher la question de la nature du successeur³²; est-il préférable de substituer au dirigeant actuel, un ancien cadre de la firme ou un cadre venant d'une autre firme? *A priori*, le recours à des cadres d'origine externe permettrait d'éliminer les conséquences des manœuvres d'enracinement de l'ancien dirigeant (Faith, Higgins et Tollison,

³⁰- On trouvera une synthèse de ces études dans Charreaux et Pitol-Belin (1990), Walsh et Seward (1990), Furtado et Karan (1990), Pigé (1993) et Worrell, Davidson et Glascock (1993).

³¹- Des résultats contradictoires sont cependant trouvés par Allen et Panian (1982) et Harrison, Torres et Kukalis (1988).

³²- Furtado et Rozeff (1987) obtiennent des résultats favorables aux cadres d'origine interne; inversement, Bonnier et Bruner (1989), Worrell, Davidson et Glascock (1993) concluent en faveur des cadres d'origine externe. Boeker et Goodstein (1993) montrent que plus la performance antérieure est faible, plus la probabilité de choisir un externe est forte, cependant, ce résultat est à nuancer en fonction de la structure de propriété et de la composition du conseil d'administration.

1984). Inversement, un recrutement interne permettrait de diminuer l'asymétrie d'information, de sauvegarder un investissement spécifique et de conserver l'aspect incitatif du système de promotion (Furtado et Rozeff, 1987). Dans l'ensemble, même si les résultats des études les plus approfondies semblent étayer l'hypothèse de la liaison entre la performance et le remplacement du dirigeant, le pouvoir explicatif de la performance reste faible.

Pour les sociétés françaises, les résultats établis par Pigé (1993) sont similaires et confirment l'existence d'un lien faible entre la performance et le turnover des dirigeants. A partir d'une étude portant sur les PDG de 558 sociétés cotées et d'un échantillon comprenant 1612 présidents, sur la période 1966-1990, les conclusions principales qu'il obtient, sont les suivantes:

(1) la durée moyenne des mandats des dirigeants est de sept ans pour les sociétés contrôlées, onze ans pour les sociétés familiales et treize ans pour les managériales; ces résultats semblent impliquer un plus fort enracinement pour les dirigeants des sociétés managériales.

(2) sur la période 1985-1989, le taux de rotation des PDG (pour 222 entreprises cotées) se situe entre 10% et 15%, ce qui équivaut à une durée moyenne des mandats comprise entre sept et dix ans.

(3) il y a une corrélation significative et négative entre la performance boursière (absolue ou relative, c'est à dire tenant compte de l'évolution du marché), l'âge de départ des dirigeants et la durée des fonctions. De même, il y a une corrélation significative et positive entre la performance boursière relative et le taux de rotation. Ainsi, le taux de rotation des PDG double (il passe de 9% à 18%) lorsqu'on passe de la catégorie des firmes les moins performantes, à celle des plus performantes. Toutefois, la performance n'explique que très partiellement la rotation des dirigeants.

(4) plus le pourcentage de capital détenu par les actionnaires connus est élevé (plus le capital est concentré), plus on constate une rotation importante. La présence d'un actionnaire important joue contre l'enracinement des dirigeants.

Pigé (1994) montre également que d'une façon générale, le marché réagit favorablement à l'annonce du changement d'un dirigeant, en particulier lorsqu'il s'agit du décès d'un fondateur.

Les résultats des études portant sur le lien entre la rémunération et le turnover des dirigeants et la performance des sociétés même s'ils sont nuancés, confirment que le conseil d'administration dispose effectivement d'un pouvoir disciplinaire sur les dirigeants³³.

§4 - L'incidence du conseil d'administration sur la performance de la firme

L'analyse théorique du conseil d'administration attribue un rôle central aux administrateurs externes qui sont chargés de contrôler les dirigeants et de garantir la performance afin de préserver les intérêts des actionnaires. De nombreuses études réalisées aux États-Unis ont eu pour objet de vérifier la réalité de ce rôle disciplinaire et son influence sur la performance de la firme. Certains chercheurs se sont également préoccupés de savoir si au-delà de la composition appréciée à partir de l'opposition administrateurs internes, administrateurs externes, le type de conseil, fonction du pouvoir exercé sur le dirigeant et de l'activité, pouvait avoir une influence sur la performance.

A - Composition du conseil et performance de la firme

L'incidence supposée favorable des administrateurs externes a été testée selon plusieurs modalités. L'étude directe de la relation entre la performance pour les actionnaires et le pourcentage d'administrateurs externes révèle une influence positive (Baysinger et Butler, 1985; Rosenstein et Wyatt, 1990 et Scott et Kleidon, 1994)³⁴. Cette relation positive est également confirmée tant pour la performance passée que future, par Pearce et Zahra (1992), à partir d'un modèle stratégique expliquant la composition du conseil d'administration. Enfin, Hermalin et Weisbach (1991) montrent que les firmes dont les performances se dégradent, ont tendance à accroître le poids des administrateurs externes.

Le rôle disciplinaire des administrateurs externes a également été corroboré par les nombreuses études qui ont mis en relation la composition du conseil, les prises de contrôle, les changements de dirigeants et les restructurations. La plupart des études empiriques montrent que plus le pourcentage d'administrateurs externes est important, moins les prises de contrôle rencontrent d'opposition. L'adoption d'un "parachute doré" qui permet d'indemniser les dirigeants en cas de prise de contrôle, est plus fréquente lorsque les conseils sont dominés par les administrateurs externes (Cochran, Wood et Jones, 1985; Singh et Harianto, 1989; Wade, O'Reilly et Chandrata, 1990). De même, l'adoption de "pilules empoisonnées" qui

³³. Une étude effectuée auprès des PDG des sociétés cotées françaises dont les résultats figurent dans Charreaux et Pitol-Belin (1990) confirment le rôle actif du conseil, notamment dans les sociétés managériales.

³⁴. Hermalin et Weisbach (1991) en recourant au Q de Tobin comme indicateur de performance ne trouvent aucune influence.

permet aux dirigeants de se protéger contre les prises de contrôle hostiles et qui réduit la richesse des actionnaires (Malatesta et Walkling, 1988 et Ryngaert, 1988), est plus fréquente lorsque les conseils ont une majorité d'administrateurs externes (Mallette et Fowler, 1992 et Brickley, Coles et Terry, 1994), les dirigeants étant alors plus vulnérables. Par ailleurs, il apparaît que les administrateurs externes des firmes qui sont l'objet de prises de contrôle hostiles, détiennent une part moins importante du capital et cumulent moins de sièges d'administrateurs; selon ce résultat, le conseil d'administration et les prises de contrôle constitueraient des mécanismes de contrôle substituables (Shivdasani, 1993). Enfin, les firmes initiatrices d'une offre publique visant à prendre le contrôle d'une autre société, présentent une rentabilité anormale plus élevée, si leurs conseils ont une majorité d'administrateurs externes (Byrd et Hickman, 1992); ce dernier résultat impliquerait que la prise de contrôle n'est pas censée servir les objectifs d'enracinement des dirigeants.

Ce rôle des administrateurs externes est également confirmé en matière de remplacement des dirigeants. Weisbach (1988) établit qu'il y a une plus forte relation entre la performance réalisée et la probabilité de démission du dirigeant lorsque le conseil est dominé par les administrateurs externes. De même, la composition du conseil influe sur le choix du successeur; un nouveau dirigeant d'origine externe aura d'autant plus de chances d'être nommé que le conseil contiendra une forte proportion d'administrateurs externes (Boeker et Goodstein, 1993). En cas de restructuration volontaire (non liée à une prise de contrôle), l'implication du conseil sera également d'autant plus forte que ce dernier sera dominé par les administrateurs externes (Johnson, Hoskisson et Hitt, 1993).

Pour la France, les résultats obtenus par Charreaux (1991), en tenant compte de l'incidence des autres systèmes de contrôle (notamment de la discipline exercée par les marchés), permettent de conclure à une influence positive et significative du pourcentage d'administrateurs externes³⁵ sur la performance des sociétés managériale et contrôlées. Pour les sociétés familiales, cette variable ne joue pas de rôle significatif. Il apparaîtrait donc en fonction de ces résultats que le rôle disciplinaire exercé par le conseil d'administration, via la proportion d'administrateurs externes, n'influerait favorablement la performance que dans le cas des sociétés managériales et contrôlées. Un tel résultat serait conforme aux conclusions de la théorie de l'agence.

Le rôle positif des administrateurs externes parfois contesté, apparaît confirmé par la très grande majorité des études empiriques. Les résultats de ces études rejoignent ainsi

³⁵- La définition des administrateurs externes est différente de celle retenue par les études américaines; il s'agit des administrateurs ni dirigeants, ni actionnaires significatifs, c'est à dire des personnalités extérieures.

l'appréciation favorable portée par les présidents sur la présence de personnalités extérieures au sein des conseils³⁶ et viennent conforter les décisions prises tant aux États-Unis qu'au Royaume-Uni pour renforcer le rôle de ce type d'administrateur.

B- Type de conseil et performance de la firme

Une autre façon d'appréhender l'influence du conseil sur la performance est de recourir à une typologie des conseils qui fait intervenir deux dimensions, le pouvoir du conseil sur les dirigeants et l'activité du conseil. D'une certaine manière, cette typologie proposée par Pearce et Zahra (1991), permet de compléter l'examen de l'influence du rôle disciplinaire du conseil d'administration par une dimension complémentaire, son activité, qui peut d'ailleurs être assimilée au contrôle sur la mise en oeuvre (par opposition au contrôle sur les résultats). On distingue ainsi quatre types de conseils: formel, contrôleur, dominant et participatif. Aux États-Unis, Pearce et Zahra (1991) trouvent que les conseils appartenant aux types dominant et participatif conduisent à une meilleure performance.

³⁶- Voir par exemple Charreaux et Pitol-Belin (1990) pour les sociétés françaises.

Figure 2: la typologie des conseils d'administration

Pouvoir du conseil sur les dirigeants	Fort	Contrôleur	Dominant
	Faible	Formel	Participatif
		Faible	Fort
		Activité (implication dans l'élaboration de la stratégie)	

Cette conclusion établie à partir de mesures de performance contestables n'est pas partagée pour les sociétés françaises par Charreaux et Pitol-Belin (1992) lorsque la mesure de la performance réalisée se fait à partir des taux de rentabilité des capitaux propres (établis à partir des valeurs de marché). Aucun type de conseil ne permet de réaliser une performance supérieure. Ainsi, un conseil dominant ne conduit pas à une meilleure performance qu'un conseil de type formel. Ce résultat même s'il peut paraître paradoxal, ne contredit cependant pas le schéma théorique initial qui est fondamentalement contingent. Le conseil d'administration n'est qu'une composante d'un système de contrôle plus général; un conseil formel ne conduit à une mauvaise performance que si les autres systèmes de contrôle se révèlent également défaillants. Par ailleurs, le conseil d'administration n'est véritablement important comme système de contrôle que dans les sociétés managériales, les conseils de type formel étant d'ailleurs peu fréquents pour cette catégorie de société.

Conclusion

Les résultats obtenus même s'ils confirment le plus souvent le rôle disciplinaire du conseil d'administration semblent révéler une efficacité limitée de cet organe; ainsi, les liens entre performance, rémunération et changement de dirigeant, même s'ils existent, apparaissent

ténus. Cette efficacité limitée peut recevoir plusieurs justifications qui tiennent notamment au comportement des administrateurs et des dirigeants et à la composition du conseil. En premier lieu, dans son objectif d'enracinement, le dirigeant peut conduire une stratégie visant à neutraliser le contrôle du conseil, par exemple en sélectionnant l'information communiquée aux administrateurs ou en faisant nommer des administrateurs qui lui sont fidèles. Le conseil d'administration dispose finalement de peu de moyens pour contrer³⁷ cette stratégie d'enracinement.. En second lieu, l'intensité du contrôle exercé par les administrateurs dépend de l'arbitrage auquel ils se livrent entre les coûts et les gains du contrôle tant en ce qui les concerne que pour les conséquences qui en résultent pour la firme; un contrôle intensif ou la révocation du dirigeant ne sont pas nécessairement des décisions optimales selon ces critères. Enfin, le conseil d'administration inclut des administrateurs internes, voire éventuellement des représentants des créanciers et des salariés dont les intérêts divergent de ceux des actionnaires (protection de leur investissement spécifique). Certes, la présence d'actionnaires dominants (notamment d'investisseurs institutionnels) peut renforcer l'efficacité du contrôle³⁸ (Shleifer et Vishny, 1986), mais même dans ce cas de figure, l'efficacité des mécanismes internes de contrôle permettant de faire respecter les intérêts des actionnaires connaît des limites évidentes³⁹.

Cette conclusion est notamment partagée par Jensen (1993) qui en s'inspirant du modèle d'efficacité que constitue selon lui le système de gouvernement des LBO, propose un ensemble de mesures susceptibles de rendre son efficacité au conseil d'administration en tant que principal mécanisme interne de contrôle des sociétés par actions américaines: (1) une modification de la culture qui prévaut au sein des conseils allant dans le sens d'un plus grand activisme critique; (2) un renforcement de l'expertise et une amélioration de l'information des administrateurs; (3) la mise en place d'un système d'incitations fondé sur l'intéressement pécuniaire des administrateurs (obligation pour les administrateurs de détenir des actions des sociétés contrôlées pour un montant significatif; stock-options) et non plus uniquement sur les sanctions légales qui ne jouent qu'en cas de difficultés; (4) la réduction de la taille des conseils dont le seul membre interne serait le PDG; les autres dirigeants étant invités régulièrement au conseil; (5) la séparation des fonctions de président du conseil et de directeur général; (6) l'abandon des réglementations qui contraignent la composition des conseils et nuisent à un

³⁷- Shleifer et Vishny (1989) mentionnent trois moyens de lutter contre l'enracinement: le rationnement du capital, une procédure de sélection des dirigeants efficace de façon à s'assurer de ses compétences, accorder au dirigeant des garanties contre la concurrence des autres dirigeants (indemnités de licenciement élevées, parachute doré...).

³⁸- Les résultats trouvés par Gomez-Meija, Tosi et Hinkin (1987) et Tosi et Gomez-Meija (1989) confirment cette hypothèse en identifiant un lien renforcé entre la rémunération et la performance dans les sociétés à actionnariat concentré.

³⁹ - Cette conclusion est également partagée par Shleifer et Vishny (1988)

exercice efficace du contrôle par les actionnaires, notamment par les institutionnels, et (7) la mise en place d'investisseurs actifs, par la constitution de blocs de contrôle, liés notamment aux investisseurs institutionnels.

Ces recommandations visent principalement à réformer le fonctionnement des conseils d'administration des sociétés américaines de type managérial. Leur pertinence ne peut s'apprécier que dans le cadre du système de gouvernement des firmes américaines. Il est vraisemblable que les différences importantes qu'on peut constater dans la composition, le rôle et le fonctionnement des conseils d'administration des différentes nations, tels que les résumés Charkham (1994) en opposant le type de conseil anglo-saxon au type qui prévaut en Allemagne ou au Japon⁴⁰, reflètent les différences de systèmes de gouvernement. La question du conseil d'administration s'intègre alors dans le débat plus général de l'efficacité comparée des systèmes de gouvernement. Comme le montre le dossier récent présenté par *The Economist* (1994), les deux principaux systèmes qu'il est coutumier d'opposer, le système orienté sur le marché qui prévaut dans les pays anglo-saxons et le système orienté vers les banques qui domine en Europe continentale et au Japon, présenteraient tous deux des failles. Cependant, l'évolution récente liée notamment au développement des marchés financiers en Europe et au Japon, et au renforcement du rôle des institutionnels aux États-Unis, se traduit par une convergence des deux systèmes. Les avantages et les inconvénients des deux systèmes n'ont pas encore été définitivement établis, même s'il semble qu'il y aurait opposition entre le système orienté sur les banques, peu coûteux en termes de contrôle et le système orienté sur le marché qui permettrait de mieux appréhender l'information et l'innovation; le premier conduirait à une gestion plus efficace des activités à maturité alors que le second se révélerait plus performant pour gérer les activités nouvelles ⁴¹. La question du conseil d'administration et du contrôle des dirigeants apparaît donc située au centre d'un débat beaucoup plus général, celui de l'efficacité comparée des différents systèmes de gouvernement des entreprises.

BIBLIOGRAPHIE

⁴⁰- Charkham (1994, p.360) caractérise le système germano-nippon comme organisé en réseau ("networked") par opposition au système anglo-saxon qualifié de système à haute tension ("high tension"). Le premier présente les caractéristiques suivantes: co-opératif, privé, informel, bien informé et collégial par opposition au second qui serait marqué par les confrontations, public, informel, mal informé et individualiste. Le système français occuperait une position intermédiaire. Par ailleurs, une présentation des rôles différents joués par le conseil d'administration dans les différents systèmes nationaux peut être trouvée dans Demb et Neubauer (1992).

⁴¹ - On consultera notamment sur ces points Berglöf (1990), Franks et Mayer (1990, 1992), Porter (1992), Allen (1993 a et b), Mayer (1994), Prevezer et Ricketts (1994) et Roe (1994).

- Allen et Panian: Power, performance and succession in the large corporation, *Administrative Science Quarterly*, Vol.27, 1982.
- Allen: Stock markets and resource allocation, in Mayer et Vives: *Capital markets and financial intermediation*, Cambridge University Press, 1993.
- Allen: Strategic management and financial markets, *Strategic Management Journal*, Vol.14, 1993.
- Amihud et Lev: Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, *Bell Journal of Economics*, Vol.12, 1981.
- Anderson et Anthony: *The new corporate directors*, John Wiley & Sons, 1986.
- Barclay et Holderness: Negotiated block trades and corporate control, *Journal of Finance*, Vol.46, n°3, 1991.
- Baums, Buxbaum et Hopt: Institutional investors and corporate governance, De Gruyter, 1994.
- Baysinger et Butler: Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition, *Journal of Law, Economics and Organizations*, Vol.1, 1985
- Baysinger et Hoskisson: The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy, *Academy of Management Review*, Vol.15, 1990.
- Baysinger, Kosnik et Turk: Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy, *Academy of Management Journal*, Vol.34, 1991.
- Berglöf: Capital structure as a mechanism of control: a comparison of financial systems, in Aoki, Gutafsson et Williamson: *The firm as a nexus of treaties*, Sage, 1990.
- Berle et Means: *The modern corporation and private property* (2ème éd. 1956), New York, MacMillan, 1932.
- Bethel et Liebeskind: The effects of ownership structure on corporate restructuring, *Strategic Management Journal*, Vol.14, 1993.
- Bizjak, Brickley et Coles: Stock-based incentive compensation and investment behavior, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.16, 1993.
- Black, F et Scholes, M.: The pricing of options and corporate liabilities, *Journal of Political Economy*, Vol.81, 1973.
- Boeker et Goodstein: Performance and successor choice: the moderating effects of governance and ownership, *Academy of Management Journal*, Vol.36, 1993.
- Bonnier et Bruner: An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.11, 1989.
- Brancato: The pivotal role of institutional investors in capital markets, in Sametz et Biskler, *Institutional investing*, Irwin, 1991.
- Brickley, Coles et Terry: Outside directors and the adoption of poison pills, *Journal of Financial Economics*, Vol.35, 1994.
- Brickley, Lease et Smith: Ownership structure and voting on antitakeover amendments, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988.
- Burt: *Corporate profits and cooptation: networks of market constraints and directorate ties in the american economy*, Academic Press, 1983.
- Byrd et Hickman: Do outside directors monitor managers, *Journal of Financial Economics*, Vol.32, 1992.
- Carver: *Boards that make a difference*, Jossey-Bass Publishers, 1990.
- Chaganti et Damanpour : Institutional ownership, capital structure, and firm performance, *Strategic Mangement Journal*, Vol.12, 1991.
- Charkham: *Keeping good company*, Clarendon Press, 1994.

- Charreaux: La théorie positive de l'agence: une synthèse de la littérature, in Charreaux et al., De nouvelles théories pour gérer l'entreprise, Economica, 1987.
- Charreaux: Structure de propriété, relation d'agence et performance financière, Revue Economique, Vol.42, 1991.
- Charreaux: Mode de contrôle des dirigeants et performance des firmes, CREGO, Cahier de recherche n°9206, IAE Dijon, Décembre 1992, à paraître dans la Revue d'économie industrielle.
- Charreaux et Pitol-Belin: La théorie contractuelle des organisations: une application au conseil d'administration, Economies et Sociétés - Série Sciences de Gestion, n°6, 1985.
- Charreaux et Pitol-Belin: La théorie contractuelle des organisations: une application au conseil d'administration, Economies et Sociétés, Cahiers de l'IME, n°81, Université de Dijon, 1985.
- Charreaux et Pitol-Belin: Le conseil d'administration, Vuibert, 1990.
- Charreaux et Pitol-Belin: Le conseil d'administration, lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires, Revue Française de Gestion, n°87, Janvier-Février, 1992.
- Cochran, Wood et Jones: The composition of boards of directors and the incidence of golden parachutes, Academy of Management Journal, Vol.28, 1985.
- Commission des opérations de bourse: 26 ème rapport annuel, Imprimerie nationale, 1993.
- Cosh et Hughes: The anatomy of corporate control: directors, shareholders and executive remuneration in giant US and UK corporations, Cambridge Journal of Economics, Vol.11, 1987.
- Cosh et Hughes: Institutional shareownership, management incentive, structures acquisition intensity and company performance: an empirical analysis for the UK 1968-80, Papier de recherche présenté à la conférence EARIE, Budapest, Septembre 1989.
- Coulson-Thomas: Creating excellence in the boardroom, McGraw-Hill, 1993.
- Dechow et Sloan: Executive incentives and the horizon problem, Journal of Accounting and Economics, Vol.14, 1991
- DeFusco, Zorn et Johnson : The association between executive stock option plan changes and managerial decision making, Financial Management, Printemps 1991.
- Demb et Neubauer: The corporate board: confronting the paradoxes, Oxford University Press, 1992.
- Demsetz et Lehn: The structure of corporate ownership: causes and consequences, Journal of Political Economy, Vol.93, 1985.
- Demsetz: The Structure of Ownership and The Theory of the Firm, Journal of Law and Economics, Vol.26, 1983.
- Desbrières : Participation financière, stock-options et rachats d'entreprise par les salariés, Economica, 1991.
- Dimsdale et Prevezer: Capital markets and corporate governance, Clarendon Press Oxford, 1994.
- Eisenhardt, K.M.: Control: organizational and economic approaches, Management Science, Vol.31, 1985.
- Faith, Higgins et Tollison.: Managerial Rents and Outside Recruitment in the Coasian Firm, American Economic Review, Vol.74,N°4, Septembre 1984.
- Fama : Agency problems and the theory of the firm, Journal of Political Economy, Vol.88, 1980.
- Fama et Jensen : Agency problems and residual claims, Journal of Law and Economics, Vol.26, 1983 a .

- Fama et Jensen: Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, Vol.26, 1983 b .
- Finkelstein et Hambrick: Chief executive compensation: a synthesis and reconciliation, *Strategic Management Journal*, Vol.9, 1988.
- Finkelstein et Hambrick : Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes, *Strategic Management Journal*, Vol.10, 1989.
- Fitzroy et Schwalbach: Managerial compensation and firm performance: some evidence from West Germany, discussion paper FS IV 90-20, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, 1990.
- Franks et Mayer: A synthesis of the international evidence, papier de recherche, London Business School et City University Business School, 1992.
- Franks et Mayer: Capital markets and corporate control: a study of France, Germany and the UK, *Economic Policy*, 1990.
- Furtado et Karan : Causes, consequences, and shareholder wealth effects of management turnover: a review of the empirical evidence, *Financial Management*, Été 1990.
- Furtado et Rozeff: Management changes and stock returns, *Journal of Financial Economics*, Vol.18, 1987.
- Gaver et Gaver: Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.16, 1993.
- Gerhart et Milkovich : Organizational differences in managerial compensation and financial performance, *Academy of Management Journal*, Vol.33, 1990.
- Gomez-Meija, Tosi et Hinkin: Managerial control, performance and executive compensation, *Academy of Management Journal*, Vol.30, 1987.
- Gomez-Meija: Structure and process of diversification, compensation strategy, and firm performance, *Strategic Management Journal*, Vol.13, 1992.
- Gupta: SBU strategies, corporate -SBU relations, and SBU effectiveness in strategy implementation, *Academy of Management Journal*, Vol.30, 1987.
- Hansen et Hill: Are institutional investors myopic? A times-study of four technology-driven industries, *Strategic Management Journal*, Vol.12, 1991.
- Harrison., Torres et Kukalis: The changing of the guard: turnover and structural change in the top-management positions, *Administrative Science Quarterly*, Vol.33, 1988
- Hermalin et Weisbach: The determinants of board composition, *Rand Journal of Economics*, Vol.19, 1988.
- Hermalin et Weisbach: The effects of board composition and direct incentives on firm performance, *Financial Management*, Hiver 1991.
- Hewitt: La rémunération des dirigeants, *Rémunérations et carrière*, n°102, Décembre 1988
- Hewitt: Le management des rémunérations, *Rémunérations et carrière*, n°116, Mai 1990.
- Hewitt: Les ressources totales, *Rémunérations et carrière*, n°117, Juin 1990.
- Hill et Snell: External control, corporate strategy, and firm performance in research intensive industries, *Strategic Management Journal*, Vol.9, 1988.
- Hill et Snell: Effects of ownership structure and control on corporate productivity, *Academy of Management Journal*, Vol.32, 1989.
- Hirschleifer: Managerial reputation and corporate investment decisions, *Financial Management*, Été 1993.
- Hirschleifer et Suh: Risk, managerial effort and project choice, *Journal of Financial Intermediation*, Vol.2, 1992.

- Holderness et Sheehan: Raiders or saviors? The evidence on six controversial investors, *Journal of Financial Economics*, Vol.14, 1985.
- Holderness et Sheehan: The role of majority shareholders in publicly held corporations, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988.
- Hoskisson et Turk: Corporate restructuring: governance and control limits of the internal capital market, *Academy of Management Review*, Vol.15, 1990.
- Jensen: Takeovers: their causes and consequences, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.2, 1988.
- Jensen: Corporate control and the politics of finance, in Altman: *Bankruptcy & distressed restructurings*, Stern, New York University Salomon Center, Irwin, 1993;
- Jensen: The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance*, Vol.48, 1993.
- Jensen et Meckling : Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol.3, 1976.
- Jensen et Murphy : Performance pay and top management incentives, *Journal of Political Economy*, Vol.98, 1990.
- John et Kose: Top-management compensation and capital structure, *Journal of Finance*, Vol. 48, Juillet 1993.
- Johnson, Hoskisson et Hitt: Board of director involvement in restructuring: the effects of board versus managerial controls and characteristics, *Strategic Management Journal*, Vol.14, 1993.
- Kaplan et Reishus: Outside directorships and corporate performance, *Journal of Financial Economics*, Vol.27, 1990.
- Kumar et Sopariwala: The effect of adoption of long-term performance plans on stock prices and accounting numbers, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.27, 1992.
- Lawriwsky: *Corporate structure and performance*, New York, St. Martin's Press, 1984.
- Lorsch et MacIver: *Pawns or potentates*, Harvard Business School Press, 1989.
- Malatesta et Walkling: Poison pill securities, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988.
- Mallette et Fowler: Effects of board composition and stock ownership on the adoption of "poison pills", *Academy of Management Journal*, Vol.35, 1992.
- Maw, Horsell et Craig-Cooper: *Maw on corporate governance*, Dartmouth Publishing Company, 1994.
- Mayer: Stock-markets, financial institutions, and corporate performance, in Dimsdale et Prevezer: *Capital markets and corporate governance*, Clarendon Press Oxford, 1994.
- McConnell et Servaes: Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics*, Vol.27, 1990.
- Mehran: Executive incentive plans, corporate control, and capital structure, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.27, 1992.
- Mikkelson et Ruback: An empirical analysis of the interfirm equity investment process, *Journal of Financial Economics*, Vol.14, 1985.
- Mikkelson et Partch: Managers' voting rights and corporate control, *Journal of Financial Economics*, Vol.25, 1989.
- Miller et Scholes: Executive compensation, taxes and incentives, in Sharpe et Cootner: *Financial economics: essays in honor of Paul Cootner*, Prentice-Hall, 1982.
- Monks: *Enquête sur les modalités de rémunération des cadres dirigeants en France et en Grande-Bretagne*, 1991.
- Morck, Shleifer et Vishny: Alternative mechanisms for corporate control, *American Economic Review*, Vol.79, 1989.

- Morck, Shleifer et Vishny: Do managerial objectives drive bad acquisitions, *Journal of Finance*, Vol.45, 1990.
- Oswald et Jahera: The influence of ownership on performance: an empirical study, *Strategic Management Journal*, Vol.12, 1991.
- Ouchi: A conceptual framework for the design of organization control mechanisms, *Management Science*, Vol.25, 1979.
- Pearce et Zhara: The relative power of CEOs and boards of directors: associations with corporate performance, *Strategic Management Journal*, Vol.12, 1991.
- Pearce et Zahra: Board composition from a strategic contingency perspective, *Journal of Management Studies*, Vol.29, 1992.
- Pigé: Motivations des dirigeants et performance de l'entreprise, Thèse de doctorat, Université de Bourgogne, IAE, 1993.
- Pigé: Le marché boursier réagit-il à l'annonce des changements de dirigeants? CREGO- IAE Dijon, Communication aux Journées Internationales de l'AFFI, Juin 1994.
- Porter: Capital disadvantage: America's failing capital investment system, *Harvard Business Review*, Septembre-Octobre 1992.
- Pound: Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988.
- Pound: Beyond takeovers: politics come to corporate control, *Harvard Business Review*, Vol.70, 1992.
- Prevezer et Ricketts: The UK compared with Germany and Japan, in Dimsdale et Prevezer: *Capital markets and corporate governance*, Clarendon Press Oxford, 1994.
- Roe: Some differences in corporate governance in Germany, Japan and America, in Baums, Buxbaum et Hopt: *Institutional investors and corporate governance*, De Gruyter, 1994.
- Rosenstein et Wyatt: Outside directors, board independence and shareholder wealth, *Journal of Financial Economics*, Vol.26, 1990
- Ryngaert: The effect of poison pill securities on shareholder wealth, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988.
- Sametz et Bicksler: *Institutional investing*, New York University Salomon Center, Irwin, 1991.
- Scott et Kleidon: CEO performance, board types and board performance, in Baums, Buxbaum et Hopt: *Institutional investors and corporate governance*, De Gruyter, 1994.
- Shivdasani: Board composition, ownership structure, and hostile takeovers, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.16, 1993.
- Shleifer et Vishny: Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy*, Vol. 94, 1986.
- Shleifer et Vishny: Value maximization and the acquisition process, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.2, 1988.
- Shleifer et Vishny: Management entrenchment: the case of manager specific investments, *Journal of Financial Economics*, Vol.25, 1989.
- Singh et Harianto: Management board relationship, takeover risk, and the adoption of golden parachutes, *Academy of Management Journal*, Vol.32, 1989.
- Slovin et Sushka: Ownership concentration, corporate control activity, and firm value: evidence from the death of inside blockholders, *Journal of Finance*, Vol. 48, n°4, 1993.
- Smith et Watts: The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies, *Journal of Financial Economics*, Vol.32, 1992.
- Smith et Watts: The structure of executive compensation contracts and the control for management, manuscrit non publié, Université de Rochester, 1983.

- Smith: The wealth of nations, 1776, traduction française de Germain Garnier, La richesse des Nations, Paris 1843.
- Stiglitz et Edlin: Discouraging rivals: managerial rent seeking and economic insufficiencies, NBER Working paper series, n°4145, 1992.
- The Economist: A survey of corporate governance, 29 janvier 1994.
- Tosi et Gomez-Meija: The decoupling of CEO pay and performance: an agency theory perspective, Administrative Science Quarterly, Vol.34, 1989.
- Vance: Boards of directors: structure and performance, University of Oregon Press, 1964
- Vance: Corporate leadership: boards, directors and strategy, McGraw-Hill, 1983
- Wade, O'Reilly et Chandratat: Golden parachutes, Administrative Science Quarterly, Vol.35, 1990.
- Waldo: Boards of directors: their changing roles, structure and information needs, Quorum Books, 1985.
- Walsh et Seward: On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms, Academy of Management Review, Vol.15, 1990.
- Weisbach : Outside directors and CEO turnover, Journal of Financial Economics, Vol.20, 1988.
- Weisbach: Corporate governance and hostile takeovers, Journal of Accounting and Economics, Vol.16, 1993.
- Williamson: The economic institutions of capitalism, Free Press, 1985.
- Worrell, Davidson et Glascock: Stockholder reactions to departures and appointments of key executives attributable to firings, Academy of Management Journal, Vol.36, 1993.
- Wruck: Equity ownership concentration and firm value, Journal of Financial Economics, Vol.23, 1989.