

QUELLES SONT LES CARACTERISTIQUES OPTIMALES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ?

Laurence Godard - Université de Franche-Comté

Alain Schatt - Université de Franche-Comté

Résumé :

Dans une optique financière, le conseil d'administration veille à ce que les décisions managériales soient conformes à l'objectif de création de valeur actionnariale. Les auteurs présentent les principaux résultats d'une multitude de travaux abordant la question de l'incidence des caractéristiques du conseil d'administration sur la protection des intérêts des actionnaires. Il apparaît qu'il n'existe pas de composition idéale du conseil, tant en terme de présence d'administrateurs externes indépendants, que de taille du conseil d'administration et de cumul des fonctions de décision et de contrôle.

Mots-clés :

Conseil d'administration – Structure de propriété - Nature des administrateurs - Taille du conseil – Cumul des fonctions

Correspondance :

Laurence Godard et Alain Schatt

U.F.R S.J.E.P.G.

Avenue de l'observatoire

25030 Besançon cedex

e-mail :

laurence.godard@univ-fcomte.fr

alain.schatt@univ-fcomte.fr

QUELLES SONT LES CARACTERISTIQUES OPTIMALES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ?

Dans les sociétés cotées en bourse, caractérisées par une certaine diffusion de l'actionnariat, il existe un risque de spoliation des intérêts des actionnaires par les dirigeants (Berle et Means, 1932 ; Jensen et Meckling, 1976). La détention d'une faible fraction d'actions de ces sociétés par les dirigeants ne les inciterait pas à créer de la valeur pour les actionnaires. Les dirigeants chercheraient à accroître leur propre bien-être en profitant de divers avantages en nature au sein de leur société, au détriment des actionnaires. Par ailleurs, en raison d'une mauvaise diversification de leur richesse, en particulier de leur capital humain entièrement investi dans l'entreprise, la prise de risque par les dirigeants peut s'avérer sous-optimale. Une préférence pour la diversification des activités, préjudiciable pour les actionnaires ayant la possibilité d'opérer seul (et mieux) une diversification de leur portefeuille, illustre cette situation. Enfin, les dirigeants, dont l'horizon économique est limité à la durée de leur fonction, préféreraient initier et mettre en œuvre des projets rentables à court terme. L'aversion pour les dépenses de recherche-développement constitue un bon exemple de ce problème.

En fait, selon Morck et al. (1988) et Stulz (1988), la détention d'une fraction élevée d'actions par les dirigeants ne garantit pas nécessairement une plus grande création de valeur pour l'ensemble des actionnaires. Une telle situation facilite l'utilisation des ressources à des fins personnelles, car elle met les dirigeants à l'abri d'une sanction par le marché des prises de contrôle (offres publiques ou coalitions de minoritaires). Dans ce cas, le conflit d'intérêts ne se situe plus entre les dirigeants et l'ensemble des actionnaires mais entre les actionnaires majoritaires (et dirigeants) et les actionnaires minoritaires.

En principe, divers mécanismes de contrôle limitent le comportement opportuniste des dirigeants (Shleifer et Vishny, 1997). En particulier, le conseil d'administration, en tant qu'autorité légale chargée de ratifier et de contrôler les décisions des dirigeants, joue un rôle important dans la résolution de ces conflits d'intérêts (Fama et Jensen, 1983). Il constitue un mécanisme de

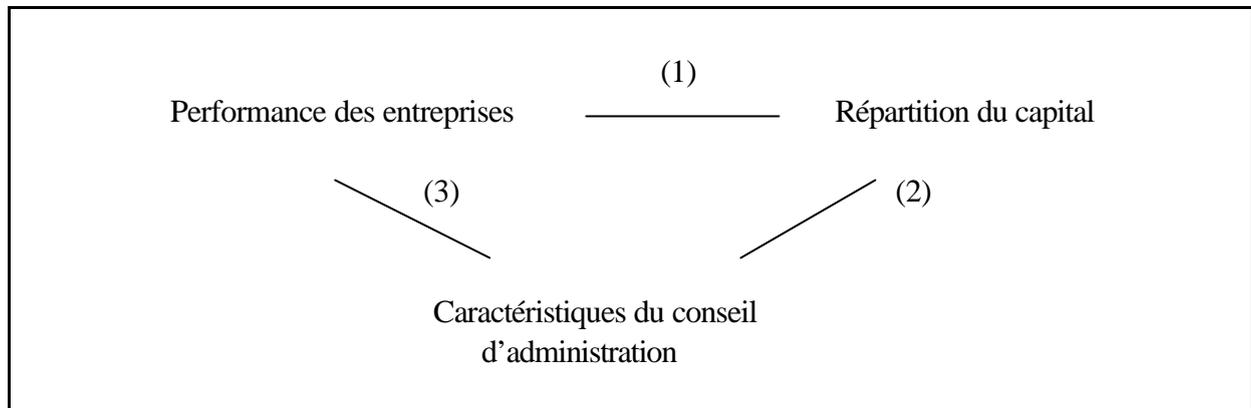
gouvernance interne, dont l'efficacité n'est probablement pas sans incidence sur la création de valeur et, par conséquent, sur la satisfaction des actionnaires.

Au cours des dernières années, le fonctionnement de cet organe de contrôle a été critiqué dans de nombreux pays, y compris en France. Un certain manque de vigilance du conseil quant au contrôle de l'utilisation effective des capitaux par les dirigeants a été au centre des débats (Jensen, 1993). Dans cet article, nous présentons une synthèse des travaux empiriques ayant cherché à valider le bien-fondé de ces critiques. Dans une première partie, nous rappellerons que les caractéristiques du conseil d'administration dépendent en grande partie de la structure de propriété des entreprises. Puis, nous évoquerons la question de la nature des membres siégeant au conseil d'administration. La troisième partie traitera du cumul des fonctions de décision et de contrôle et de la taille du conseil d'administration. Ainsi, nous verrons, à travers l'examen des principales études empiriques, que les préconisations théoriques en matière de composition et de structure du conseil à adopter sont loin d'être confirmées. Notamment l'effet bénéfique des administrateurs externes n'est pas toujours très clair. De même, il semble n'exister aucune structure idéale ni aucune taille optimale du conseil. Enfin, nous concluons sur les apports des différents travaux de recherche sur le conseil d'administration.

1. Les facteurs explicatifs des caractéristiques du conseil d'administration.

Dans les nombreuses études traitant du conseil d'administration, les caractéristiques du conseil (nature et nombre de membres, cumul des fonctions de décision et de contrôle) sont censées expliquer la performance des sociétés ou les actions du conseil. Cependant, les caractéristiques du conseil sont endogènes. La répartition du capital et la performance des sociétés sont deux facteurs explicatifs de la composition du conseil, sachant que ces trois facteurs sont étroitement liés (figure 1).

Figure 1.
Relations entre les trois facteurs.



La performance de l'entreprise conditionne la répartition du capital (relation 1). En effet, les sociétés peu performantes font souvent l'objet de prises de contrôle. Les cibles d'offres publiques, de LBO (leverage buy-out) ou de contestations de minoritaires, ayant pour incidence une concentration du capital, portent fréquemment sur des sociétés faiblement performantes ¹. Par ailleurs, la structure de propriété a une incidence sur la performance des sociétés. Alchian et Demsetz (1972) ainsi que Jensen et Meckling (1976) considèrent que la charge de discipliner les dirigeants revient aux propriétaires du capital, c'est-à-dire ceux qui supportent le risque résultant des actes des dirigeants. Bien avant l'article de Jensen et Meckling un grand nombre d'études empiriques ont testé l'effet de la propriété et du contrôle sur la performance (Monsen, Chiu et Cooley, 1968 ; Radice, 1971). Depuis, les articles se sont multipliés. La question centrale alors étudiée est de savoir à quel niveau et dans quel type de structure de propriété il y a un contrôle efficace de l'entreprise. La situation du contrôle, interne ou externe au management, constitue également une dimension de la séparation de la propriété et du contrôle qui a fait l'objet d'études.

La répartition du capital conditionne naturellement la composition du conseil (relation 2), puisque les actionnaires élisent les membres du conseil d'administration. En France, Charreaux et Pitol-Belin (1990) ont testé l'existence de différences dans la composition du conseil entre trois types de sociétés : familiales, contrôlées, managériales. Le rôle du conseil doit apparaître d'autant

¹ Pour une revue de ces travaux, invitons le lecteur à se référer à Charreaux et Pitol-Belin (1990), Godard (1996) et Schatt (1995).

plus important que la séparation propriété-décision est accentuée. Les conseils des sociétés managériales comportent un pourcentage important d'administrateurs externes. Dans les sociétés familiales, les actionnaires-dirigeants (membres de la famille) siègent au conseil. Il y a rarement des dirigeants non-administrateurs. Dans les sociétés contrôlées, les représentants de la firme-actionnaire dominant le conseil et choisissent les dirigeants de la société contrôlée. Ces dernières se rapprochent donc des sociétés familiales. Leurs conseils comportent moins d'administrateurs externes que dans les sociétés managériales.

En conclusion, "l'intensité du contrôle exercé par le conseil devrait donc être inversement proportionnelle au degré de séparation propriété-décision, mais la nature de la séparation propriété-contrôle intervient également " (Charreaux et Pitol-Belin, 1990, p.52). Ces constats sont confirmés aux Etats-Unis par Weisbach (1988), Hermalin et Weisbach (1991), et Denis et Sarin (1999). Cependant, les caractéristiques du conseil conditionnent également la répartition du capital. L'adoption des stratégies de développement (croissance interne ou externe) et financières (financement interne ou externe) a une influence significative sur la répartition du capital (Charreaux et Pitol-Belin, 1990).

L'évolution des performances permet également d'expliquer l'évolution des caractéristiques du conseil (relation 3). Hermalin et Weisbach (1988) montrent que la probabilité d'ajouter un membre indépendant au conseil au détriment d'un membre interne augmente quand une entreprise est peu performante. Ces résultats sont confirmés par Denis et Sarin (1999), Pearce et Zahra (1992) et Hermalin et Weisbach (1991). Ces études permettent de définir les situations dans lesquelles la performance exerce une influence significative sur la composition du conseil d'administration. De plus, certaines études mettent en évidence le rôle plus important joué par les créanciers, en particulier les banques, quand la performance de la firme se détériore et lorsque les créances deviennent plus incertaines (Gilson, 1990 ; Kaplan, 1994 ; Kaplan et Minton, 1994 ; Morck et Nakamura, 1999 ; Pitol-Belin, 1984).

Enfin, de nombreux travaux ont abordé la question de l'incidence des caractéristiques du conseil sur la performance des sociétés. Nous les présentons plus en détail dans la suite de cet

article. La question de la plus grande efficacité des conseils dominés par des membres indépendants a fait l'objet de la littérature la plus abondante.

2. La nature des membres du conseil d'administration.

Une question abordée fréquemment dans les travaux traitant de l'incidence des caractéristiques du conseil sur la performance des sociétés est : qui doit être membre du conseil d'administration ? En particulier, faut-il augmenter le nombre d'administrateurs externes indépendants, chargés de contrôler la direction générale ? Faut-il limiter le nombre d'administrateurs internes, affiliés aux dirigeants ?

De nombreux commentaires ont porté sur le peu d'indépendance des membres du conseil, trop dociles pour exercer un réel contrôle du dirigeant. Or, pour Fama et Jensen (1983) et Baysinger et Butler (1985), la présence de membres externes indépendants est particulièrement importante, parce qu'ils sont essentiellement guidés par la protection des intérêts des actionnaires. Leurs intérêts personnels se résument à valoriser leur capital humain, fortement lié à leur réputation d'expert indépendant sur le marché des dirigeants. En théorie, il est possible de distinguer ces administrateurs externes indépendants de deux autres groupes d'administrateurs :

- d'une part, les membres internes, responsables fonctionnels ou opérationnels de l'entreprise, considérés comme affiliés aux dirigeants. En tant que salariés subordonnés au directeur général, ils n'exercent qu'un faible contrôle sur les décisions de ce dernier. Cependant, leur présence peut se justifier par un apport de connaissances spécifiques de l'entreprise et de son environnement.

- d'autre part, les membres externes non indépendants. Ces membres affiliés sont, soit en relation d'affaires avec l'entreprise (banquiers ou fournisseurs), soit des dirigeants de sociétés " amis ", qui siègent dans le conseil et proposent en contrepartie des sièges d'administrateurs dans leur propre société (participations croisées). Cette pratique de réciprocité des mandats d'administrateurs est particulièrement répandue dans les sociétés françaises. La présence de ces membres peut s'expliquer dans le cadre de la théorie de la dépendance envers les ressources, postulant que l'existence de nombreux liens avec l'environnement facilite l'accès à certaines ressources, source de compétitivité.

Le tableau de synthèse ci-après résume les rôles différenciés (expertise et conseil, transfert des ressources et contrôle de la direction générale) des différents membres siégeant au conseil d'administration (internes, externes affiliés et externes indépendants).

Membres	Rôle	Expertise & conseil	Transfert de ressources	Contrôle de la direction générale
Internes		***	*	*
Externes affiliés (en relation d'affaires)		**	***	*
Externes indépendants		***	*	***

*** Fort / ** Moyen / * Faible

Les résultats de nombreuses études montrent que le degré de représentation externe influe positivement sur la performance des entreprises. Cependant, certaines études comportent des résultats non concluants (Rechner et Dalton, 1986 ; Bhagat et Black, 2000 ; Rosenstein et Wyatt, 1990 et 1997) ou contradictoires (Baysinger et Butler, 1985 ; Pearce et Zahra, 1992 ; Hermalin et Weisbach, 1988, 1991). Les motifs de divergence des résultats sont multiples.

L'absence de variables de contexte (taille de l'entreprise,...) ou de contrôle (structure de propriété,...) de certaines études limite leur portée. Par ailleurs, l'utilisation d'échantillons transversaux pourrait s'avérer bénéfique. L'orientation interne/externe du conseil et les caractéristiques environnementales de certains secteurs peuvent être corrélés. Une autre limite porte sur le manque d'uniformité dans la définition des administrateurs externes. Dans un grand nombre d'études, la composition du conseil se limite à la distinction interne/externe. Plutôt que de considérer le conseil exclusivement en termes d'une telle dualité et de supposer que les administrateurs externes sont un groupe monolithique ayant des intérêts similaires, les chercheurs en gestion devraient incorporer des mesures de la diversité du conseil reflétant des différences pertinentes dans l'expérience professionnelle des administrateurs. Une dernière lacune que l'on retrouve fréquemment dans les études sur le conseil a trait aux considérations temporelles. Nous constatons par exemple un manque d'attention pour les effets retardés des variables caractérisant le conseil sur les variables mesurant la performance.

Ainsi, un grand nombre d'études s'attachent à des mesures contemporaines de ces variables. Lorsque l'on cherche à analyser l'incidence des changements dans la composition du conseil sur une décision ou un résultat, la prise en compte de la variable temps semble s'imposer. Les changements introduits au sein du conseil nécessitent un certain délai avant d'influencer la variable d'intérêt de façon significative.

Ces résultats permettent de douter d'un réel effet sur la performance des conseils dominés par des membres indépendants. Cependant, diverses études ont examiné comment les conseils accomplissent certaines missions qui leur sont confiées. L'idée principale de ces modèles est que la performance est reliée, indirectement, aux rôles présumés des administrateurs externes, en particulier à la rémunération des dirigeants, leur remplacement, les protections mises en place contre des tentatives de prises de contrôle hostiles et les réactions à de telles tentatives.

2.1. La politique de rémunération des dirigeants.

Parmi les missions du conseil, la sélection des dirigeants et la définition d'une politique de rémunération incitative (part du salaire fixe et de variable, attribution de stock options,...) de ces derniers occupent une place privilégiée. Core et al. (1999) ont étudié la relation " conseil - structure de propriété - rémunération des dirigeants ". Quand la structure est plus " faible ", les dirigeants sont mieux payés. Ils trouvent également que cette rémunération augmente quand le conseil contient plus de membres liés (participations croisées). En fin de compte, une plus grande influence du dirigeant sur son conseil se traduit par une rémunération plus forte. Cependant, ce résultat est remis en question par l'étude de Boyd (1994). Dans cette dernière, le pourcentage d'administrateurs internes exerce une influence négative sur la rémunération des dirigeants.

2.2. La politique de remplacement des dirigeants.

Puisque les membres indépendants sont plus soucieux de l'intérêt des actionnaires et moins affectés par le sort des dirigeants (absence de relations d'affaires ou familiales), il est probable qu'ils hésitent moins à remplacer les dirigeants peu performants. Divers résultats empiriques confirment l'hypothèse d'une plus forte discipline exercée sur les dirigeants par les conseils dominés par des

membres indépendants. Parmi l'ensemble des travaux ayant mis en évidence une relation positive entre le remplacement des dirigeants et la faible performance des grandes firmes, Weisbach (1988) a montré que la performance de l'entreprise joue un rôle plus important pour expliquer le remplacement des dirigeants quand le conseil est indépendant. Ce résultat est confirmé par Warner et al. (1988), Kaplan et Minton (1994) et par Fazel, Louie et Mentzer (1990). Enfin, Borokhovich et al. (1996) et Boeker et Goodstein (1993) trouvent que les conseils dominés par les membres externes ont plus tendance à remplacer les dirigeants par des personnes extérieures à l'entreprise, associées au changement. Les administrateurs externes occupent donc une place prépondérante dans la décision de changement des dirigeants.

2.3. Les protections anti-OPA.

Diverses défenses anti-OPA peuvent être mises en place pour dissuader un éventuel acquéreur de s'intéresser à l'entreprise et facilitent l'enracinement des dirigeants. Cependant, l'existence de telles défenses permet également de négocier un prix élevé pour les actionnaires en cas de lancement d'une offre publique.

Les études qui ont mis en relation la composition du conseil, et notamment le pourcentage d'administrateurs externes, et l'adoption de pilules empoisonnées offrent des résultats mitigés. Brickley et al. (1994) étudient l'impact d'une décision d'adoption de pilules empoisonnées. Ils trouvent que le marché réagit positivement lorsque le conseil est indépendant et négativement dans le cas contraire. Ce résultat confirme l'idée que de telles mesures permettent d'enraciner les dirigeants et ne sont pas conformes à l'intérêt des actionnaires quand le conseil n'est pas indépendant. Par contre, elles ont pour objet d'obtenir un meilleur prix par les conseils indépendants en cas de prise de contrôle. Toujours selon ces auteurs, l'adoption de pilules empoisonnées est d'autant plus courante que les conseils sont dominés par des administrateurs externes. En revanche, dans l'étude de Mallette et Fowler (1992) les administrateurs externes indépendants ne réduisent pas la probabilité d'adoption de pilules empoisonnées.

L'étude des amendements anti-OPA votés par les actionnaires permet de confirmer les résultats préalables. Mc Williams et Sen (1997) mettent en évidence une réaction du marché

significativement différente selon que le conseil est dominé ou non par des membres indépendants. La réaction du marché est négative quand le conseil est dominé par des membres internes et nulle dans le cas contraire.

2.4. La réaction à des prises de contrôle hostiles.

Le conseil influence la désirabilité qu'une entreprise soit cible, avec la mise en place de défenses anti-OPA, mais également le processus de prise de contrôle et la réussite ou l'échec de l'opération. Cotter et al. (1997) trouvent que les firmes dominées par des membres externes enregistrent une rentabilité anormale supérieure lors du processus d'offre publique. En fait, les gains plus élevés s'expliquent par une plus grande résistance des conseils indépendants et par des primes payées plus élevées. Pour Harford (2000), les incitations financières des membres externes expliquent leur résistance aux offres publiques. Après l'OPA, les membres du conseil perdent leur siège et les revenus associés. Le coût du remplacement est nettement supérieur au gain lié à l'augmentation de valeur de la vente de actions. Shivdasani (1993) étudie la probabilité que la firme fasse l'objet d'une prise de contrôle hostile dans les années 80. L'auteur montre que la composition du conseil, mesurée par la représentation numérique des administrateurs externes, n'a pas d'effet significatif sur la probabilité d'OPA hostiles. Cependant, la probabilité de prise de contrôle hostile est plus faible quand les membres externes siègent dans plus de conseils (cumul de postes d'administrateurs).

En fin de compte, l'effet bénéfique des administrateurs externes n'est pas toujours très clair, en terme de performance des sociétés, de rémunération des dirigeants, de protection des dirigeants contre des tentatives de prises de contrôle. Par contre, il semble jouer un rôle décisif en matière de négociation du prix payé par un acquéreur lors d'une offre publique et de remplacement des dirigeants.

3. L'incidence des autres caractéristiques du conseil.

L'indépendance du conseil, appréhendée à travers la nature de ses membres, bien qu'étant la dimension la plus étudiée de cet organe, ne constitue pas pour autant le seul moteur de son efficacité. D'autres caractéristiques du conseil influencent les choix effectués par ce dernier et les modifications de performance qui en découlent. En particulier, la qualité des choix peut s'expliquer par le cumul des fonctions de décision et de contrôle et par la taille des conseils.

3.1. Le cumul des fonctions de décision et de contrôle.

La question de “qui doit présider le conseil d’administration ?” a été posée par divers commentateurs. Faut-il éviter le cumul des fonctions de décision (direction générale) et de contrôle (président du conseil d’administration) ? Ce cumul, relativement fréquent aux Etats-Unis, est prévu par le législateur français avec la fonction de Président Directeur Général (PDG). Une spécificité française réside dans la possibilité offerte aux entreprises d’opter pour une structure prévoyant la séparation des fonctions. Celle-ci s’inspire du modèle rhénan et comprend un directoire chargé de la direction générale de la société et un conseil de surveillance, qui contrôle les dirigeants². Pour les actionnaires, l’adoption d’une structure monale (cumul des fonctions) peut s’avérer risquée, dans la mesure où elle offre la possibilité aux dirigeants de défendre plus aisément les projets initiés et mis en œuvre. De plus, la capacité à influencer la nomination, ainsi que la durée des mandats, des autres membres du conseil d’administration augmente quand le dirigeant cumule les deux fonctions. La cooptation de membres affiliés, voire inféodés, en est grandement facilitée.

Les résultats empiriques ne permettent pas de confirmer la supériorité d’une structure sur l’autre. Rechner et Dalton (1989 et 1991) trouvent des rentabilités comptables supérieures pour les structures duales, mais les rentabilités boursières ne diffèrent pas significativement. Baliga et al. (1996) confirment l’absence de différences de création de richesse (MVA) entre les deux types de structure. Par ailleurs, ces auteurs montrent que le marché financier ne réagit pas significativement à l’annonce d’un changement de structure par les sociétés et que de tels changements se révèlent sans incidence sur la performance comptable. A contrario, les résultats de Brickley et al. (1997) plaident en faveur de la structure monale. Dans le cas français, Godard et Schatt (2000) mesurent la performance des sociétés sur une période 6 ans (de 1992 à 1997 inclus) et trouvent une différence en faveur de la structure monale. Cependant, cet effet tend à disparaître lorsque des variables de contrôle sont introduites, en particulier le secteur d’activité.

² Godard (1999) a analysé les déterminants du choix entre un conseil d’administration traditionnel et un conseil de surveillance dans le cas français.

3.2. La taille du conseil d'administration.

La taille du conseil d'administration a également fait l'objet de diverses critiques. Diverses questions ont été posées. Combien de membres doivent siéger au conseil d'administration ? Faut-il limiter le nombre d'administrateurs ? Existe-t-il un manque de cohérence dans les conseils composés d'un nombre trop élevé d'administrateurs ?

Les facteurs qui déterminent l'influence de la taille du conseil sur la performance sont des facteurs liés au contrôle du dirigeant et sont relatifs à la qualité du processus de prise de décision et à une meilleure maîtrise de l'environnement. Les arguments en faveur des conseils de grande taille sont empruntés à la théorie de la dépendance envers les ressources. Ils se fondent sur l'idée d'une amélioration des relations des sociétés avec leur environnement rendue possible dans le cadre de conseils élargis. Le conseil d'administration est un moyen de créer des liens avec l'environnement et d'absorber l'incertitude environnementale. Plus l'incertitude est grande, plus la prise de décision requiert des informations nombreuses et difficiles à obtenir. Les nombreux administrateurs, en possession de connaissances spécifiques, sont à l'origine de transactions favorables grâce à une coordination accrue entre les entreprises, à une réduction des coûts de transaction et à un accès facilité à l'expertise.

Par contre, pour les théoriciens de l'agence, la taille élevée du conseil d'administration favorise la domination du dirigeant en faisant naître des coalitions et des conflits de groupe (Jensen, 1993). Il en résulte des conseils fragmentés ayant du mal à fonctionner efficacement et éprouvant des difficultés à trouver un consensus sur les décisions importantes. En fin de compte, la manipulation des évaluations des administrateurs en est grandement facilitée.

Certains résultats empiriques confirment l'hypothèse d'une plus grande performance des sociétés disposant de conseils avec un nombre élevé d'administrateurs. En particulier, Pearce et Zahra (1992) et Provan (1980) ont mis en évidence une relation positive entre la taille du conseil et la performance des entreprises. Dans leur méta-analyse, Dalton et al. (1999) confirment cette relation positive et trouvent qu'elle est plus intense pour les petites entreprises. Par contre, Yermack

(1996) met en évidence une relation négative et significative entre la valeur des firmes et la taille des conseils. Ce résultat est confirmé par Eisenberg et al. (1998).

En France, Godard (1999) ne valide pas l'hypothèse d'une influence quelconque de la taille du conseil sur la performance des entreprises, cette dernière étant mesurée à l'aide de données boursières. Par ailleurs, la prise en compte de la composition du conseil ne modère pas la relation entre sa taille et la performance (Godard, 1999), confirmant les résultats obtenus aux Etats-Unis par Dalton et al. (1999).

4. Conclusion.

Le conseil d'administration est un élément important du système de gouvernement d'entreprise. Son fonctionnement a été au centre de nombreux débats et des propositions de réforme quant à ses caractéristiques ont été évoquées au cours des dernières années. Les divers résultats, qui se dégagent des études traitant de l'incidence des caractéristiques du conseil sur la performance des sociétés, ne justifient pas les propositions de réformes formulées par certains commentateurs.

Tout d'abord, la composition du conseil, mesurée par le ratio " membres internes / membres externes ", n'est pas systématiquement corrélée avec la performance des entreprises. De même, les actions du conseil n'apparaissent pas toujours liées aux caractéristiques du conseil. Les firmes avec des fractions plus élevées de membres externes tendent à prendre de " meilleures " décisions concernant le remplacement des dirigeants, ou encore la mise en place de défenses contre des tentatives de prises de contrôle. Par ailleurs, le cumul des fonctions de décision et de contrôle apparaît sans incidence sur la performance des sociétés, de même que la taille du conseil.

Les travaux présentés s'inscrivent dans une vision exclusivement financière des entreprises, qui confère au conseil comme principal rôle de protéger les intérêts des actionnaires en veillant à ce que les dirigeants créent de la valeur pour ces derniers. Actuellement, il n'existe quasiment pas de travaux abordant ces questions dans une optique partenariale (Charreaux, 2000). Les travaux sur la présence de membres externes, la taille des conseils et le cumul des fonctions de décision et de

contrôle devraient être réinterprétés si l'on considère la firme comme un noëud de contrats entre différentes parties prenantes et le conseil comme l'organe garantissant les intérêts de l'ensemble des co-contractants.

Bibliographie

Alchian A. et Demsetz H., 1972, "Production, information costs and economic organization", *American Economic Review*, vol.62, 777-795

Baysinger B. et Butler H., 1985, "Corporate governance and the board of directors : performance effects of changes in board composition", *Journal of Law, Economics, and Organizations*, 1, 101-124.

Berle A.A. et Means G.C., 1932, *The modern corporation and private property*, New York, Macmillan

Bhagat S. et Black B., 1999, "The uncertain relationship between board composition and firm performance", *Business Lawyer*, 54, 921-963.

Bhagat S. et Black B., 2000, "Board independence and long-term firm performance", working paper, University of Colorado.

Boeker W. et Goodstein J., 1993, "Performance and successor choice : the moderating effects of governance and ownership", *Academy of Management Journal*, 36, 1, 172-186.

Borokhovich K., Parrino R. et Trapani T., 1996, "Outside directors and CEO selection", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 337-355.

Boyd B., 1994, "Board control and CEO compensation", *Strategic Management Journal*, 15, 335-344.

Brickley J., Coles J. et Terry R., 1994, "Outside directors and the adoption of poison pills", *Journal of Financial Economics*, 35, Juin, 371-390.

Charreaux G. et Pitol-Belin J-P., 1990, *Le conseil d'administration*, Vuibert Gestion

Core J., Holtausen R. et Larcker D., 1999, "Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance", *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406.

Cotter J., Shivdasani A. et Zenner M., 1997, "Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers ?", *Journal of Financial Economics*, Février, 195-218.

Denis D. et Sarin A., 1999, "Ownership and board structures in publicly traded corporations", *Journal of Financial Economics*, 52, 187-224.

Eisenberg T., Sundgren S. et Wells M., 1998, "Larger board size and decreasing firm value in small firms", *Journal of Financial Economics*, 48, 25-54.

Fama E.F. et Jensen M.C., 1983, "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, vol.26, 301-325

Fizel J., Louie K. et Mentzer M., 1990, "An economic, organizational and behavioral model of the determinants of CEO tenure", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 14, 363-379.

Gilson, S.C., 1990, "Bankruptcy, boards, banks, and blockholders", *Journal of Financial Economics*, vol.27, 355-387

Godard L., 1996, *Conseil d'administration, stratégie et performance financière*, Thèse de Doctorat, Dijon.

Godard L., 1999, "Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance", *Finance Contrôle Stratégie*, décembre.

Godard L. et Schatt A., 2000, "Faut-il séparer les fonctions de décision et de contrôle ?", papier de recherche présenté aux Journées internationales de l'AFFI, ESC Paris, juin.

Hermalin B.E. et Weisbach M.S., 1988, "The determinants of board composition", *Rand Journal of Economics*, vol.19, 589-606

Hermalin B.E. et Weisbach M.S., 1991, "The effects of board composition and direct incentives on firm performance", *Financial Management*, 101-112

Jensen M.C., 1993, "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *The Journal of Finance*, vol.XLVIII, n°3, 831-880

Jensen M.C. et Meckling W.H., 1976, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol.3

Harford J., 2000, "Takeover bids and target directors' incentives : retention, expertise, and settling-up", working paper, University of Oregon.

Kaplan S.N., 1994, "Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the U.S.", *Journal of Political Economy*, vol.102

Kaplan S.N. et Minton B.A., 1994, "Appointments of outsiders to Japanese boards, determinants and implications for managers", *Journal of Financial Economics*, vol.36, 225-258

Kaplan S. et Reishus D., 1990, "Outside directorships and corporate performance ", *Journal of Financial Economics*, Octobre, 389-410.

Mallette P. et Fowler K., 1992, " Effects of board composition and stock ownership on the adoption of poison pills ", *Academy of Management Journal*, 35, 1010-1035.

Mc Williams V. et Sen N., 1997, "Board monitoring and antitakeover amendments ", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32, 4, décembre, 491-505.

Monsen R., Chiu J.S. et Cooley D.E., 1968, "The effect of separation ownership and control on the performance of the large firm", *Quarterly Journal of Economics*, 435-451

Morck R. et Nakamura M., 1999, " Banks in corporate control in Japan ", *Journal of Finance*, 54, 319-340.

Morck R., Shleifer A. et Vishny R., 1988, " Management ownership and market valuation ", *Journal of Financial Economics*, 20, 293-316.

Pearce J.A. et Zahra S.A., 1992, "Board composition from a strategic contingency perspective", *Journal of Management studies*, 29:4, 411-438

Provan J., 1980, " Board power and organizational effectiveness among human service agencies ", *Academy of Management Journal*, 23, 221-236.

Radice H.K., 1971, "Control type, profitability and growth in large firms", *Economic Journal*, 547-562.

Rechner P. et Dalton D., 1986, " Board composition and shareholder wealth : an empirical assessment ", *International Journal of Management*, 3, 2, 86-92.

Rechner P. et Dalton D., 1989, " The impact of CEO as board chairperson on corporate performance : evidence vs rhetoric ", *Academy of Management Executive*, 3, 141-143.

Rechner P. et Dalton D., 1991, " CEO duality and organizational performance : a longitudinal analysis ", *Strategic Management Journal*, 12, 155-160.

Rosenstein S. et Wyatt G., 1990, " Outside directors, board independence, and shareholder wealth ", *Journal of Financial Economics*, Août, 175-192.

Rosenstein S. et Wyatt G., 1997, " Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth ", *Journal of Financial Economics*, 44, 229-248.

Schatt A., 1995, *Modification de la structure de propriété et valeur des sociétés*, Thèse de doctorat, Grenoble.

Shivdasani A., 1993, "Board composition , ownership structure, and hostile takeovers ", Journal of Accounting and Economics, Janvier, 167-198.

Shleifer A. et Vishny R., 1997, " A survey of corporate governance ", Journal of Finance, 52, 737-784.

Stulz R.M., 1988, "Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control", Journal of Financial Economics, vol.20, 25-54

Warner J., Watts R. et Wruck K., 1988, " Stock prices and top management changes ", Journal of Financial Economics, 20, 461-492.

Weisbach M., 1988, "Outside directors and CEO turnover", Journal of Financial Economics, Janvier, 431-460.

Yermack D., 1996, "Higher valuation of companies with a small board of directors ", Journal of Financial Economics, 40, 185-212.