

## LES DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS DE LA LITTÉRATURE\*

PATRICIA CHARLETY \*\*

**A**ux États-Unis, en Europe et ou au Japon, l'actualité économique témoigne de l'intérêt croissant porté à la surveillance des dirigeants par leurs actionnaires : remplacement de présidents jugés insuffisamment performants (comme chez IBM ou Kodak), poursuite de dirigeants à propos d'opérations considérées comme inopportunes (Mitsui Mining), critique des choix d'acquisitions. Pour résumer, malgré des différences importantes de réglementation, d'organisation des marchés et de structures d'entreprise, les dirigeants sont partout considérés insuffisamment redevables de leur gestion auprès de leurs actionnaires.

Depuis Berle et Means (1932), les économistes reconnaissent que la séparation de la propriété (actionnaires) et de la fonction de direction influence la performance des entreprises. Mais c'est seulement depuis une période récente qu'une part importante de la littérature est consacrée à l'examen des relations entre les dirigeants et leurs actionnaires, ce qu'on appelle le système de «gouvernement d'entreprises» (corporate governance). Cette évolution est probablement liée en partie au développement d'outils permettant de mieux étudier ces relations.

Plus précisément, l'analyse repose sur l'hypothèse de l'existence d'un problème d'agence : l'équipe dirigeante a pour mandat d'entreprendre toute action conforme à l'intérêt des actionnaires (en pratique, contribuant à la valorisation de leurs titres).

Mais les objectifs des dirigeants sont généralement distincts de ceux de leurs actionnaires. Par ailleurs, ils disposent d'une meilleure information que ces derniers sur l'environnement de l'entreprise (investissements possibles et risque associé, nature des marchés,...). La moins bonne information des actionnaires (information asymétrique) permet aux dirigeants d'orienter la gestion dans leur propre intérêt.

33

---

\* Cet article a fait l'objet d'une présentation au Conseil Scientifique de la Commission des Opérations de Bourse lors de sa séance du 6 Octobre 1994.

\*\* Professeur à l'ESSEC, Chercheur au CREST-Laboratoire d'Economie Industrielle.

Les exemples sont nombreux. La rémunération de certains dirigeants sans commune mesure avec leur performance fait souvent l'objet d'interrogations. Les dirigeants sont également parfois mis en cause pour leur politique de croissance, notamment leur tendance à se constituer des empires plutôt que de distribuer des dividendes aux actionnaires. A l'inverse, ils sont souvent critiqués pour leur attitude protectionniste vis-à-vis du marché financier (modification des droits de vote associés aux titres ou des règles de vote, limitation du pourcentage de votes détenu par un même actionnaire). Ils sont accusés, dans certains cas, d'un manque de transparence (présentation des comptes, opacité des groupes et holdings).

L'ensemble des dispositifs de gouvernement d'entreprises visent à résoudre en partie le problème d'agence<sup>1</sup>, soit en donnant aux dirigeants des incitations de nature à aligner leurs objectifs sur ceux de leurs mandants, soit en améliorant l'information des actionnaires, soit en incitant ces derniers ou leurs représentants (le conseil d'administration) à mieux surveiller et orienter la gestion de l'entreprise.

Comme le souligne Jensen (1993), quatre entités sont susceptibles de contribuer au gouvernement d'entreprises :

- L'Etat au sens large et en particulier les organes de surveillance des marchés financiers chargés de veiller à la bonne information des actionnaires pour les sociétés cotées.

- Le marché des biens et services : les entreprises mal gérées devant théoriquement disparaître par sélection naturelle (défaillance), le marché des biens devrait inciter à une bonne gestion.

- Le marché financier : les entreprises moins bien gérées constituent des cibles naturelles pour des acquéreurs plus performants (système de contrôle «externe»).

- Les actionnaires eux-mêmes avec à leur tête le conseil d'administration, qu'ils surveillent directement les dirigeants ou qu'ils mettent en place des mécanismes incitatifs pour les dirigeants (système de contrôle interne).

Les deux sections suivantes traitent de l'efficacité respective des systèmes de contrôle «externe» et «interne» tels qu'ils sont mis en oeuvre dans différents pays.

---

<sup>1</sup> On s'intéresse ici uniquement au problème d'agence existant entre actionnaires et dirigeants. Le cas des divergences d'intérêt avec les autres co-contractants (créanciers, salariés, clients) de l'entreprise n'est pas abordé.

*Le rôle du marché financier**Rôle prépondérant du marché financier dans les pays anglo-saxons*

Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, le marché financier (en particulier à travers les offres publiques) est resté jusqu'à une période récente le principal instrument de gouvernement d'entreprises. Outre le fait que le nombre d'entreprises cotées est relativement élevé dans ces pays (cf tableau I), une forte proportion d'entre elles a été concernée par une offre publique (en tant qu'acquéreur ou cible) ; finalement, la nature des offres publiques y est différente : Jenkinson et Mayer (1993) ont estimé qu'environ un quart des offres publiques lancées au Royaume-Uni depuis le début des années soixante dix sont hostiles, alors qu'en Allemagne on ne repère que quatre cas d'offres inamicales depuis la seconde guerre mondiale (Franks et Mayer 1993). Or, ce sont surtout les offres hostiles (c'est-à-dire lancées malgré le désaccord de la direction en place) qui sont par nature disciplinaires, comme l'atteste le taux de remplacement élevé de l'équipe dirigeante dans les deux ans suivant l'acquisition : Franks et Mayer (1992b) ont évalué ce taux à 90 % contre 20 % en période normale.

TABLEAU I

*Nombre d'entreprises cotées en France, en Allemagne, au Japon, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni en 1986*

35

France	Allemagne	Japon	Royaume-Uni	USA
680	450	1500	2500	6000

Source : Franks et Mayer (1992b)

Cette situation traduit probablement la confiance dans le marché et l'importance accordée à la liquidité au Royaume-Uni comme aux Etats-Unis : le cours reflète les performances de l'entreprise (efficacité des marchés) et en cas de mauvais résultats, il suffit pour les actionnaires de vendre le titre («Wall street Walk»).

Elle s'explique également largement par le caractère dispersé de l'actionnariat<sup>2</sup> (cf tableau II) ; à performance identique, il paraît plus difficile d'obtenir le contrôle d'une entreprise lorsqu'une part importante du capital est détenue par des mains amies de la direction en place. La structure de l'actionnariat est elle-même liée à la réglementation : aux Etats-Unis<sup>3</sup>,

<sup>2</sup> La réglementation plus ou moins stricte des fusions et acquisitions ainsi que la performance des entreprises constituent deux autres éléments d'explication.

<sup>3</sup> La réglementation américaine s'est inspirée de la réglementation anglaise qui présente des mesures similaires.

depuis 1933, le Glass-Steagall Act interdit aux banques de détenir ou d'échanger des actions ; le Bank Holding Co. Act de 1956 empêche les holdings de banques de détenir plus de 5 % des votes de toute institution non bancaire ; les règles prudentielles imposées aux compagnies d'assurance et aux fonds de pension (diversification obligatoire) concourent également à un actionnariat dispersé.

TABLEAU II  
*Concentration de l'actionnariat :  
 Comparaison entre le Royaume-Uni et l'Allemagne*

Royaume-Uni				Allemagne			
% détenu par le plus gros actionnaire	0-5 %	% d'entreprises	36%	% détenu par le plus gros actionnaire	0-5 %	% d'entreprises	15 %
	5-10 %		67%		5-10 %		18 %
	10-25 %		31%		10-25 %		
	25-100 %		17%		25-100 %		
			23%				

Source : Franks et Mayer (1992)

36

*Efficacité du marché des fusions et acquisitions comme mode de gouvernement d'entreprises*

Le marché des fusions et acquisitions influence le comportement des dirigeants directement et indirectement.

La simple menace d'une offre publique incite les dirigeants à une meilleure gestion, le marché financier joue ainsi un rôle disciplinaire permanent.

Par ailleurs, en cas d'acquisition réussie, la gestion de la cible est directement modifiée.

S'il est difficile d'estimer l'effet indirect<sup>4</sup>, de nombreuses études, tant boursières qu'économiques, ont tenté de mesurer l'impact direct des fusions et acquisitions et en particulier des offres publiques. Les résultats des premières convergent largement. Ils mettent en évidence un gain substantiel pour les actionnaires des cibles alors que le patrimoine des actionnaires de l'acquéreur semble peu affecté. Les analyses économiques aboutissent à des résultats plus inégaux. Certaines recherches concluent à une amélioration des performances économiques consécutive au rachat

<sup>4</sup> Il faudrait pour cela comparer la performance d'entreprises similaires en tout point sauf en ce qui concerne leur vulnérabilité à des offres publiques. La réaction du marché boursier à la mise en place de mesures anti-OPA donne une indication très imparfaite car elle intervient souvent en réaction à une menace d'acquisition.

(par exemple Healy, Palepu et Ruback 1992) et d'autres au résultat inverse (Ravenscraft et Scherer 1987 et 1989).

Un deuxième ensemble d'études portant sur l'origine de l'amélioration éventuelle de la performance suggère que les gains proviennent dans certains cas d'une diminution de la masse salariale expliquée essentiellement par une baisse des effectifs (Kaplan (1988), Healy, Palepu et Ruback (1992), Bhagat, Schleifer et Vishny (1990) ou encore Rosett (1989)).

Ces travaux posent toutefois un problème dans la mesure où ils ne distinguent pas les résultats en fonction du motif d'acquisition qui peut être différent de la correction d'erreurs de gestion (synergies, gain fiscal, sous-évaluation de la cible). Les articles qui se concentrent sur les cas a priori disciplinaires tendent toutefois à montrer que l'amélioration de la performance est plus marquée dans ces cas de figure. (Morck, Schleifer et Vishny (1988), Kaplan (1989)).

*Les offres publiques : un mécanisme de gouvernement d'entreprises coûteux*

Si la littérature empirique confirme l'hypothèse du rôle disciplinaire des F&A, ce mécanisme de gouvernement d'entreprises est néanmoins coûteux, à la fois pour l'acquéreur et la collectivité dans son ensemble.

En plus des coûts de transaction inhérents à l'opération (rémunération des intermédiaires,...) l'entreprise acheteuse doit verser aux actionnaires de la cible une prime qui s'avère souvent très élevée pour obtenir le contrôle. Le problème du «passager clandestin» (Grossman et Hart 1980 et 1981) permet d'expliquer ce constat : anticipant une augmentation de la valeur de leurs titres sous la nouvelle direction, les actionnaires ne vendent que si le prix proposé est supérieur à cette valeur anticipée s'ils considèrent que leur décision n'a pas d'influence sur la réussite de l'offre publique. La mise en oeuvre de mesures anti-OPA par les dirigeants de la cible est également de nature à surenchérir le coût d'acquisition, si ce n'est à interdire les offres publiques.

Les offres publiques réussies imposent également un coût aux co-contractants de l'entreprise dans la mesure où elles sont souvent l'occasion de ruptures de contrats : salariés, créanciers et même clients de l'entreprise peuvent ainsi se trouver lésés à la suite du rachat.

*Le marché des fusions et acquisitions : un mode de gouvernement d'entreprises insuffisant*

De nombreux facteurs empêchent le marché des fusions et acquisitions de contribuer de façon satisfaisante au gouvernement d'entreprises.

Tout d'abord, en réaction à la vague d'offres publiques des années

quatre-vingt, de nombreuses entreprises ont mis en place des mesures anti-OPA.

Dans le cas où les offres publiques restent possibles<sup>5</sup>, le coût privé pour les acquéreurs potentiels est tel que le bénéfice attendu du contrôle doit être extrêmement élevé pour que l'opération soit rentable. Le changement de contrôle n'est donc possible que dans des cas extrêmes de mauvaise gestion. La menace d'une offre publique n'est alors plus crédible.

Par ailleurs, la pression de certains dirigeants arguant de l'effet néfaste des offres publiques sur la gestion des entreprises<sup>6</sup> et des actionnaires minoritaires s'estimant parfois lésés à l'occasion des offres publiques, conjuguée à l'absence de résultats probants sur leur efficacité économique ont amené les autorités boursières à renforcer la réglementation et à rendre les opérations plus difficiles.

Par conséquent aux Etats-Unis comme au Royaume-Uni actionnaires<sup>7</sup> et législateur<sup>8</sup> s'orientent depuis une période récente vers les mécanismes internes de gouvernement d'entreprises.

### *Les mécanismes de contrôle interne*

#### *La rémunération des dirigeants*

38

La rémunération des dirigeants des entreprises privées fait l'objet d'un débat qui ressort de façon récurrente. Les sommes versées aux dirigeants, en particulier dans les plus grandes entreprises, paraissent colossales, surtout quand on les compare aux revenus d'un employé ; reprenant les chiffres annoncés par Graef Crystal au Sénat américain, le Wall Street Journal (16 Mai 1991) prétend que le PDG d'une très grande entreprise japonaise (Chiffre d'affaire de 30 milliards de dollars) gagne environ dix sept fois le salaire moyen d'un Japonais, que le multiple serait d'environ 24 en France et en Allemagne, alors qu'il serait de 109 aux Etats-Unis !

Les données de deux cabinets de conseil (Towers-Perrin et Hay) sur la rémunération des «cadres dirigeants» et «cadres supérieurs» illustrent également le niveau élevé des rémunérations des dirigeants et ainsi que les différences observées entre les pays (voir les annexes I et II).

5 C'est-à-dire que la structure de l'actionariat, la réglementation ou des mesures anti-OPA ne l'interdisent pas.

6 D'après ces derniers, le «court-termisme» des marchés incite à une gestion à court terme de l'entreprise.

7 En particulier, des fonds de pension comme Calpers aux Etats-Unis ont adopté une politique de gestion active de leurs participations : rencontre des dirigeants, organisation de campagnes dans le but de les remplacer, etc.

8 La publication récente du rapport Cadbury (1992) au Royaume-Uni et des Principles of Corporate Governance (1993) aux USA illustrent cette évolution.

Ce débat est sans doute en partie le reflet d'une certaine jalousie, en particulier de la classe politique<sup>9</sup>. Il pose toutefois une vraie question. On sait que les intérêts des dirigeants ne coïncident généralement pas avec ceux de leurs actionnaires (horizon temporel différent, capital humain lié à l'entreprise et donc forte aversion pour le risque, tentation d'utiliser les ressources de l'entreprise pour leur propre satisfaction). La rémunération élevée des dirigeants les incite-t-elle à gérer l'entreprise dans l'intérêt de ses propriétaires, ou les dirigeants ont-ils réussi à maîtriser le système ?

Théoriquement, on peut donner une justification économique aux différentes formes de rémunération existantes et à leur niveau.

- *Le salaire de base* (le montant fixé à l'avance et pouvant être révisé en fonction des performances) : deux théories différentes peuvent expliquer le niveau élevé du salaire de base en haut de la hiérarchie.

La première est liée à la *productivité* des dirigeants qui est d'autant plus élevée que l'entreprise est grande par effet cumulatif (les décisions des dirigeants affectent la productivité de tous ceux qui se trouvent sous leur contrôle hiérarchique).

La deuxième explication tient à l'effet *incitatif* d'un salaire élevé en haut de la hiérarchie : pour les cadres non dirigeants, la possibilité d'une promotion constitue sans doute une des principales motivations. Une rémunération élevée au sommet stimule d'autant plus les cadres non dirigeants («tournoi» entre les cadres).

- *Les autres formes de rémunération* basées sur une mesure des performances : la théorie du «tournoi» prédit a contrario qu'une part relativement plus élevée de la rémunération au sommet doit être directement liée à la performance ; en effet, la perspective de promotion étant inexistante, restent les incitations financières directes.

La rémunération en *actions* aligne directement l'intérêt des dirigeants sur ceux de leurs actionnaires et, dans un marché efficient, favorise une politique de long terme, alors que les *bonus* sont le plus souvent indexés sur des indices de performances à court terme (profit comptable...). La rémunération en *options* joue un rôle particulier. Dans les entreprises où la prise de risque est essentielle (par exemple pour les activités fortement dépendantes de la recherche), il est nécessaire d'inciter les dirigeants à prendre ces risques. Les options répondent à ce besoin dans la mesure où elles permettent d'associer les dirigeants aux gains tout en les assurant contre les pertes.

De nombreux travaux empiriques, effectués principalement aux États-Unis, ont tenté de vérifier les hypothèses précédentes.

<sup>9</sup> Voir par exemple l'article de *The Economist* (27 août 1994, p 29-30) concernant les mesures prises au Royaume-Uni par les politiques.

Toutes les études portant sur le lien entre taille et performance aboutissent au même résultat : quels que soient le pays, l'industrie, les entreprises concernées, la rémunération des dirigeants augmente avec la taille de l'entreprise. Par exemple, Kostiuk (1989) a estimé qu'une augmentation des ventes de 10 % entraîne une augmentation du salaire de base plus bonus d'environ 2,5 %. De même, quand la taille d'une entreprise augmente (croissance externe ou interne), la rémunération s'élève au niveau de celle correspondant à sa nouvelle taille.

Les résultats concernant le lien entre mode de rémunération et performance sont moins nets. Certes, statistiquement, la rémunération est corrélée aux résultats. Par exemple, les différentes estimations des élasticités de la rémunération au taux de profit comptable sont comprises entre 1 et 1,25. De même, une étude récente de Kaplan (1994) montre qu'au Japon comme aux Etats-Unis la rémunération monétaire des dirigeants est positivement corrélée à diverses mesures de performance comme le cours de l'action, les ventes, ou les profits.

On est alors tenté de conclure que le système de rémunération est incitatif. Jensen et Murphy (1990) font cependant remarquer qu'en pratique l'incitation paraît extrêmement faible. Ils ont calculé qu'une augmentation de la richesse des actionnaires de 1000 \$ entraîne une augmentation médiane de la rémunération globale du PDG de 3,25 cents, dont 2,5 cents provenant directement de l'appréciation de ses propres actions. Cette estimation, déjà très faible, l'est encore plus pour les plus grandes entreprises (1,8 cents en ne gardant que la moitié de l'échantillon). Les auteurs concluent que ces chiffres sont beaucoup trop faibles pour avoir un pouvoir d'incitation significatif.

40

#### *Le rôle du Conseil d'administration*

Le conseil d'administration joue un rôle central dans le gouvernement d'entreprises. Ses attributions sont en effet essentielles notamment (en France) :

- il est chargé de nommer et de révoquer le Président du conseil et les directeurs généraux,
  - il décide des formes et du montant des rémunérations,
  - il choisit le lieu du siège social,
  - il autorise les avals et garanties,
  - il convoque les assemblées générales et fixe l'ordre du jour.
- le conseil d'administration est convoqué par le Président du conseil.

En contrepartie, les administrateurs sont rémunérés (jetons de présence) et sont responsables, individuellement ou solidairement, en cas de faute entraînant préjudice.

Dans les autres pays, les pouvoirs et responsabilités du conseil d'administration sont similaires.

De même, la structure du conseil d'administration est comparable en France et à l'étranger à l'exception du cas de l'Allemagne (cf tableau III).

TABLEAU III  
*Conseil d'administration : comparaisons internationales*

	USA	Royaume-Uni	Japon	Allemagne
Conseil Nomination	PDG	PDG	PDG	50% élu par actionnaires, le restant par les employés
Désignation du Président du Conseil d'Administration	Par le C.A	Par le C.A	Par le C.A	Elu par les représentants des actionnaires et employés
PDG et Président du Conseil : les mêmes individus ?	Souvent	Souvent	Souvent	Jamais
Source d'informations	Les dirigeants	Les dirigeants	Les dirigeants et informellement les membres du "club" du président	Les dirigeants
Ratio : administrateurs - directeurs/total administrateurs	Elevé	Elevé	Elevé	0
Présence d'actionnaires importants	Rarement	Rarement	Parfois	Toujours
Présence de banques	Rarement	Rarement	Parfois	Toujours

Malgré ses attributions importantes, l'efficacité du conseil d'administration est souvent mise en cause pour différentes raisons (cf Jensen 1993) :

- Des problèmes d'information : les membres du conseil d'administration tirent principalement leur information du DG et des directeurs.
- Des problèmes de traitement de l'information : le choix des administrateurs est effectué en fonction de critères différents de leur expertise<sup>10</sup>.
- Des problèmes d'objectifs : leur rémunération ne dépend que très partiellement des performances de l'entreprise (ils détiennent généralement peu d'actions) ; par ailleurs ils risquent d'être poursuivis en cas de crise, et craignent des «ruptures» importantes dans la gestion de l'entreprise.
- Des problèmes de dépendance liés à la composition du Conseil :
  - le président du Conseil d'administration est également souvent le directeur général ;
  - les administrateurs internes sont souvent à un niveau hiérarchique inférieur dans l'entreprise à celui du Président du Conseil d'administration ;
  - les administrateurs externes ne sont pas toujours indépendants dans la mesure où ils doivent souvent leur position au directeur général et où les «croisements» entre Conseils d'administration sont nombreux (le PDG d'une entreprise siège par exemple au Conseil d'administration de la société d'un administrateur «externe»).

42

On peut ainsi parler d'un nouveau problème d'agence, entre actionnaires et administrateurs cette fois : le conseil d'administration aurait alors tendance à privilégier les projets peu risqués (éventuellement aux dépens de projets plus rentables), à éviter tout conflit, et même à rémunérer généreusement les dirigeants dans la mesure où ils sont eux-mêmes à la direction d'autres entreprises et ont des intérêts communs.

Des travaux empiriques, essentiellement effectués aux Etats-Unis, portent sur l'efficacité du conseil d'administration comme organe de contrôle. Certains d'entre eux se sont intéressés au rôle des administrateurs externes : ces derniers, a priori plus indépendants, devraient avoir une influence positive sur les performances de l'entreprise. Ainsi Weisbach (1988) conclut à des performances boursières supérieures ainsi qu'à des changements de direction plus fréquents quand les conseils d'administration comportent une majorité d'administrateurs externes. Dans un article récent, Brickley, Coles et Terry (1994) mettent en évidence une réaction

<sup>10</sup> Le rapport Gilson-Kraakman, cité par A. Tunc, suggère ainsi un profil pour une partie des membres du Conseil d'administration : «une personne de cinquante ans, professeur de finance dans une grande école de gestion ou associé d'une grande firme d'audit ou d'experts en gestion».

positive du marché boursier à l'annonce de «pilules empoisonnées»<sup>11</sup> quand les administrateurs externes sont majoritaires et la réaction inverse dans le cas contraire (l'effet positif étant d'autant plus marqué que les administrateurs externes sont retraits d'autres entreprises). En France, les résultats obtenus par Charreaux (1991) permettent de confirmer l'influence positive et significative du pourcentage d'administrateurs externes sur la performance des sociétés non familiales. En conclusion, le rôle positif du Conseil d'administration apparaît dans la plupart des études empiriques. Cependant, il semble qu'il soit fortement lié à la présence d'administrateurs externes.

#### *La surveillance exercée par les actionnaires*

Les membres du Conseil d'administration supposés représenter les intérêts des actionnaires (et éventuellement d'autres co-contractants de l'entreprise : les salariés par exemple) ont ainsi eux-mêmes des objectifs différents des propriétaires.

Dans ces conditions, les actionnaires ont peut-être intérêt à exercer directement leur surveillance à la fois sur le Conseil d'administration et les dirigeants.

Les petits actionnaires seront peu enclins à jouer ce rôle de manière isolée dans la mesure où ils subissent entièrement le coût de la démarche et n'obtiennent qu'une faible partie des bénéfices (à moins qu'ils ne soient motivés par d'autres considérations non financières).

Pour résoudre ce problème de passager clandestin, il y a deux possibilités :

- augmenter le bénéfice attendu de l'activité de surveillance (cas par exemple de la concentration<sup>12</sup> de l'actionnariat) ;
- diminuer les coûts encourus individuellement par les actionnaires minoritaires (appel à des professionnels pour les représenter par exemple, comme dans le cas des proxies).

L'efficacité du contrôle exercé directement par le ou les actionnaires importants dépend toutefois fortement de l'identité de ces derniers. Là encore, on observe des différences importantes d'un pays à l'autre. Prowse (1994) distingue huit groupes particuliers d'actionnaires et obtient le tableau suivant à partir des données officielles :

---

<sup>11</sup> Le terme de «pilules empoisonnées» désigne l'ensemble des dispositifs mis en place, le plus souvent par le conseil d'administration, qui imposent un coût financier élevé à l'acheteur en cas de changement de contrôle.

<sup>12</sup> La concentration de l'actionnariat influence ainsi doublement et dans des sens contraires la valeur de l'entreprise (contrôle externe et contrôle interne).

TABLEAU IV

	USA	Royaume-Uni	Japon	Allemagne
Toutes entreprises confondues	44,5	62,9	72,9	64,0
• dont institutions financières	30,4	52,8	48,0	22,0
- banques	0	4,3	18,9	10,0
- compagnies d'assurances	4,6		19,6	
- fonds de retraite	20,1	48,5	9,5	12,0
- autres	5,7			
• entreprises non financières	14,1	10,1	24,9	42,0
Personnes physiques	50,2	28,0	22,4	17,0
Etranger	5,4	6,5	4,0	14,0
Etat	0	2,5	0,7	5,0

44

En résumé, la concentration du capital est faible aux Etats-Unis et au Royaume-Uni (cf tableau II) et elle est relativement élevée au Japon, où les institutions financières dominent, et en Allemagne, où les principaux actionnaires sont souvent des entreprises non financières et des individus.

Les données ne reflètent toutefois pas bien l'influence réelle des banques en Allemagne où ces dernières rassemblent parfois de nombreux votes et jouent un rôle important.

Les études empiriques semblent indiquer que les actionnaires importants peuvent contribuer efficacement au contrôle d'entreprise.

Au Japon, une étude de Lichtenburg et Pushner (1992) met en évidence une corrélation positive entre productivité et profitabilité des entreprises d'une part, et la proportion du capital détenu par des institutions financières d'autre part. Ils obtiennent toutefois des résultats opposés dans le cas de participations croisées entre entreprises non financières.

Cable (1985) obtient des résultats analogues en Allemagne : la profitabilité des grandes entreprises augmente avec la proportion de votes contrôlés par les trois grandes banques universelles et la représentation des banques au conseil d'administration.

### *Conclusion*

Les dispositifs de gouvernement d'entreprises tels qu'ils sont mis en oeuvre dans différents pays découlent à la fois de l'environnement réglementaire et de l'adaptation des différents acteurs à cet environnement.

Historiquement on peut distinguer deux systèmes : dans les pays anglo-saxons, le gouvernement d'entreprises est resté jusqu'à une période récente lié au contrôle externe. Ailleurs (Allemagne, Japon et dans une moindre mesure en France), les mécanismes de contrôle internes semblent dominer.

On observe cependant une certaine convergence : pour différentes raisons (mesures anti-OPA, réglementations plus strictes) le marché des fusions et acquisitions ne semble plus être en mesure de jouer son rôle disciplinaire. De la même façon, on a l'impression que le système de contrôle interne a été en partie maîtrisé par les dirigeants. Dans tous les cas, le gouvernement d'entreprises présente des lacunes.

Les résultats des travaux théoriques et empiriques récents permettent toutefois de mieux comprendre le fonctionnement des mécanismes d'incitation et d'évaluer leur efficacité.

## RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Baghat, Schleifer et Vishny (1990) : «Hostile Takeovers in the 1980's», Brookings Papers, Microeconomics (1990)
- Berle et Means (1932) : *The modern corporation and private property*, New Brunswick, New Jersey : Transaction Publishers (1991).
- Brickley, Cole et Terry (1994) : «Outside Directors and the Adoption of Poison Pills» *Journal of Financial Economics* 35, pp. 371-390.
- Cable (1985) : *Capital Market Information and Industrial Performance : The Role of West German Banks* *The Economic Journal*, 95.
- Charreaux (1991) : «Structure de propriété, relation d'agence et performance financière», *Revue Economique*, Vol. 42.
- Jensen et Murphy (1990) : «Performance Pay and management incentives» *Journal of Political Economy*, 90 (2) pp. 225-64.
- Jensen (1993) : «The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems» *Journal of Finance*, vol. XLVIII, N° 3, pp. 830-880.
- Jenkinson et Mayer (1993) : *Hostile Takeovers*, Londres, Mc Graw-Hill.
- Franks et Mayer (1992a) : «Corporate Control : A Synthesis of the International Evidence» Mimeo, London Business School.
- Grossmann et Hart (1980) : «Disclosure Law and Takeover Bids» *Journal of Finance* 35 (2), pp. 323-333
- Healy, Palepu et Ruback (1992) : «Does Corporate Performance Improve After Merger ?» *Journal of Financial Economics* 31, pp. 135-175.
- Kaplan (1994) : «Top Executive Rewards and Firm Performance : A Comparison of Japan and the United States» *Journal of Political Economy*, vol. 102, n° 31, pp. 510-545.
- Kostiuk (1989) : «Firm Size and Executive Compensation», *The Journal of Human Resources* 25, pp. 90-105.

- Lichtentgerg et Pushner (1992) : «Ownership Structure and Corporate Performance in Japan» NBER n° 4092.
- Morck, Shleifer et Vishny (1988) : «Management Ownership and Market Valuation : an Empirical Analysis» Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp. 293-316.
- Prowse (1994) : «Corporate Governance in an International Perspective», BIS Economic Papers, N° 41.
- Ravenscraft et Scherer (1989) : «The profitability of Mergers» International Journal of Industrial Organization
- Rosett (1993) : «Do Union Wealth Concessions Explain Takeover Premiums, The Evidence of Contract Wages» Journal of Financial Economics 27, pp. 263-282.
- Rosen (1990) : «Contracts and the Market for Executives» NBER N° 3542.
- Tunc (1994) : «Le gouvernement des sociétés anonymes : le mouvement de réforme aux Etats-Unis et au Royaume-Uni», Revue Internationale de droit comparé, pp. 59-72.
- Weisbach (1988) : «Outside Directors and CEO Turnover» Journal of Financial Economics 20, pp. 431-460.

ANNEXE 1  
 Comparaison des rémunérations des dirigeants : montants standardisés calculés par Hay et Towers-Perrin  
 (montants annuels en milliers de Dollars pour l'année 1990).

Pays	TOWERS-PERRIN										HAY		
	Salaire de base base + bonus	Charges sociales	Complément de salaire	Avantages en nature	Participation	Rémunération Globale	Après impôts	Ajustement (pouvoir d'achat)	Rémunération monétaire totale	Après impôts	Ajustement (pouvoir d'achat)		
Belgique	251	84	37	26	0	397	101	76	171	91	69		
Canada	281	5	42	16	64	408	153	139					
France	279	88	5	11	66	448	147	108	145	97	71		
Allemagne	292	10	42	21	0	365	152	103	246	135	91		
Italie	283	75	32	16	16	421	157	123	183	113	89		
Japon	250	5	48	69	0	372	137	99					
Pays-Bas	234	5	36	21	0	297	103	81	153	79	63		
Espagne	284	6	45	45	0	381	160	141	182	106	94		
Suède	194	126	0	16	0	336	104	59	122	75	43		
Suisse	329	21	48	11	16	424	172	96					
Royaume-Uni	221	21	74	21	63	400	140	122	119	82	71		
USA	445	5	48	16	233	747	260	260	157	108	108		
Moyenne	278	38	38	24	38	416	149	117	164	99	78		
Ecart type	61	41	19	16	64	107	41	49	36	18	19		
Ratio moyenne/ Ecart type	0,22	1,09	0,49	0,67	1,69	0,26	0,27	0,42	0,22	0,18	0,24		

Remarques : Le niveau hiérarchique retenu par Towers-Perrin est celui de directeur général d'une entreprise au chiffre d'affaires de 250 millions de Dollars en 1990. Le niveau hiérarchique retenu par Hay est celui de «cadre dirigeant» dans une entreprise de taille non spécifiée.

## ANNEXE 2

Comparaison des rémunérations des cadres supérieurs : montants standardisés calculés par Hay et Towers-Perrin  
(montants annuels en milliers de Dollars pour l'année 1990).

Pays	TOWERS-PERRIN							HAY			
	Salaires de base base + bonus	Charges sociales	Complément de salaire	Avantages en nature	Participation	Rémunération Globale	Après impôts	Ajustement (pouvoir d'achat)	Rémunération monétaire totale	Après impôts	Ajustement (pouvoir d'achat)
Belgique	124	41	12	13	0	191	57	43	115	66	50
Canada	102	3	15	10	0	130	62	56			
France	109	45	3	8	18	183	74	54	105	73	53
Allemagne	113	7	15	0	0	135	71	48	155	94	63
Italie	130	49	10	11	0	200	79	62	127	82	64
Japon	122	7	22	33	0	183	90	65			
Pays-Bas	120	3	17	12	0	152	57	45	106	59	47
Espagne	130	10	20	10	0	170	86	76	124	75	66
Suède	102	54	0	10	0	167	57	32	93	60	34
Suisse	125	10	15	0	2	151	78	44	162	117	65
Royaume-Uni	106	10	20	12	12	158	70	61	83	57	49
USA	130	5	15	0	18	169	82	82	104	68	68
Moyenne	118	20	14	10	4	166	72	56	117	75	56
Ecart type	10	19	6	8	7	21	11	14	24	18	11
Ratio moyenne/ Ecart type	0,09	0,95	0,46	0,86	1,70	0,12	0,15	0,25	0,20	0,24	0,19

Remarque : Le niveau hiérarchique retenu par Towers-Perrin est celui de directeur des ressources humaines ; le niveau hiérarchique retenu par Hay est celui de cadre supérieur.