

CORPORATE GOVERNANCE : COMPARAISON INTERNATIONALE

UNE ÉTUDE DES MÉCANISMES
DE CONTRÔLE D'ENTREPRISE
AUX ÉTATS-UNIS, EN GRANDE-BRETAGNE,
AU JAPON ET EN ALLEMAGNE

STEPHEN PROWSE *

1 - Introduction ¹

Comment les entreprises aux États-Unis, en Grande Bretagne, au Japon et en Allemagne sont-elles gérées et organisées ? Comment expliquer que les dispositifs de finance d'entreprise et de *corporate governance* mis en oeuvre dans ces pays diffèrent à ce point ? Quels sont les coûts et les avantages de ces divers mécanismes de contrôle d'entreprise ? Tel système de *corporate governance* est-il meilleur que tel autre ? Et si c'est le cas, pourquoi ne l'appliquerait-on pas dans le reste du monde ?

Ces questions qui préoccupent les universitaires depuis longtemps sont d'une importance capitale pour les théories de la finance d'entreprise et du *corporate governance*. Dernièrement de nombreux pays industrialisés comme le Japon et l'Allemagne ont entrepris des transformations fondamentales de leurs marchés financiers. D'autres, tels que la France et l'Italie, envisagent de vastes efforts de privatisation accompagnés de réformes concomitantes de leurs systèmes financiers. Enfin, les ex-pays communistes sont actuellement en train de mettre en place des systèmes révolutionnaires en matière de droit de la propriété et de droit des affaires, pour ne pas dire qu'ils sont également en train de « dépeussière » l'organisation de leurs marchés financiers. En essayant de tracer les grandes lignes de leurs

119

* Senior Economist and Policy Advisor, Federal Reserve Bank of Dallas, USA.

¹ Cet article a été écrit alors que j'étais économiste (visiting economist) à la B.R.I. au département monétaire et économique. Cet article est une version modifiée d'un précédent article publié dans la revue de la B.R.I., n° 41). Je voudrais remercier tous les membres du département économique et monétaire, pour leurs remarques et suggestions, tout particulièrement Joe Bisignano, Horst Bockelmann, Claudio Borio, Peter Dittus, Neale Kennedy et Noriyuki Tomioka. J'ai également eu d'enrichissantes discussions avec Mitsuhiro Fukao et toute l'équipe de la Bundesbank. Ce sont mes opinions personnelles qui sont exprimées dans cet article, et non celles de la Federal Reserve Bank of Dallas, du Federal Reserve System, de la B.R.I. ni de la Bundesbank.

marchés financiers, les autorités financières se doivent de trouver la façon optimale de financer et de gouverner les grands établissements non-financiers dont dépend ô combien la santé économique du pays. Ce faisant, ils acquerront une meilleure compréhension des facteurs cachés derrière les différences des modèles de finance d'entreprise et de *corporate governance*, tels qu'ils sont appliqués aujourd'hui dans les principaux pays industrialisés et la connaissance de leurs coûts et avantages respectifs pourrait leur être d'une grande utilité. Cet article vise à cerner ces problèmes en détaillant les caractéristiques principales des mécanismes de contrôle d'entreprise au sein de grands établissements non-financiers aux États-Unis, en Grande Bretagne, au Japon et en Allemagne, en essayant de comprendre d'où viennent les différences, tout en comparant les points forts et les points faibles de chacun des systèmes.

L'un des objectifs de cette étude est de démontrer que les disparités entre pays ne sont pas de simples accidents historiques ou culturels, mais qu'elles résultent d'une dissemblance des environnements légaux et réglementaires des entreprises, lesquels affectent la plus ou moins forte concentration de la répartition des capitaux propres dans les mains des actionnaires. La structure concentrée de l'actionnariat joue un rôle primordial dans le contrôle de l'entreprise, car elle motive les investisseurs et leur permet de surveiller et d'orienter la gestion de l'entreprise. Si une telle concentration n'existe pas, d'autres mécanismes de contrôle doivent impérativement être mis en oeuvre pour assurer la discipline managériale. Dans les pays anglo-saxons, les réglementations limitant l'acquisition de capitaux permanents par les actionnaires, font que la structure de l'actionnariat est relativement dispersée. Inversement, l'absence de telles restrictions au Japon et notamment en Allemagne a favorisé la répartition des capitaux permanents entre les mains des institutions financières et autres sociétés commerciales. Dans ces pays, en effet, la sévère réglementation des marchés de titres a favorisé la concentration de l'actionnariat. Ceci se traduit plus précisément par le fait qu'au Japon, les banques sont les principaux bailleurs de fonds des entreprises. Ces différences ne font que souligner la nécessité de s'appuyer sur des mécanismes de contrôle d'entreprise diversifiés.

Dès lors que l'environnement légal et réglementaire d'un pays évolue, les dispositifs du contrôle d'entreprise ne peuvent eux aussi qu'évoluer. Tel a été le cas du Japon dans les années 80 et de l'Allemagne durant ces dernières années. Nous étudierons les conséquences de ces transformations ainsi que l'effet de l'évolution plus lente du cadre légal des pays anglo-saxons, sur les méthodes de contrôle d'entreprise.

Notre deuxième objectif est de démontrer que la structure concentrée de l'actionnariat d'une société s'avère généralement le meilleur des moyens

pour résoudre les problèmes d'agences. Cette affirmation est fondée sur de nombreux résultats théoriques qui présentent les coûts des autres mécanismes de contrôle, tels que les OPA. Il ressort des diverses recherches empiriques menées sur ce sujet qu'une détention concentrée d'engagements financiers pourrait atténuer les nombreux problèmes d'agences que connaît aujourd'hui l'entreprise. A cet égard, au Japon le récent desserrement des liens entre banques et sociétés semble quelque peu paradoxal, et nous conduit à supposer que les structures légales et réglementaires qui déterminent les dispositifs de contrôle d'entreprise à mettre en oeuvre, impliquent elles-mêmes des coûts souvent bien plus importants que ceux générés par les problèmes de contrôle d'entreprise. L'expérience japonaise est l'exemple même d'une structure légale et réglementaire qui devient intenable. Impossibilité due à la multitude d'innovations financières proposées par les marchés et aux pressions des groupes d'intérêt japonais et étrangers poussant à une réforme du système financier. Ce qui laisse présager que les mécanismes de contrôle d'entreprise reposant sur une réglementation trop rigide risquent de ne pas être viables à long terme, bien qu'ils semblent très efficaces pour résoudre les problèmes d'affaires.

Cela dit la structure de cette étude sera la suivante : la première partie traitera des conflits au devant desquels s'engagent les divers partenaires financiers d'une société, et des mécanismes de base permettant de les résoudre ; la deuxième partie détaillera pour les quatre pays étudiés les principales dissemblances du cadre légal et réglementaire, lesquelles dissemblances sont essentielles à la définition des mécanismes de contrôle d'entreprise à mettre en place. Ces mesures disciplinaires empêchent par exemple les institutions financières de devenir des actionnaires « actifs » et elles limitent notamment l'accès au financement externe non-bancaire des sociétés. La troisième partie énumérera en fonction des pays, les principaux problèmes d'application des processus de contrôle d'entreprise à savoir la façon dont sont détenus les capitaux permanents de l'entreprise, la structure du conseil d'administration, les formules de rémunération des dirigeants, et la fréquence des OPA. La quatrième partie tentera d'évaluer les coûts et avantages des diverses techniques de contrôle d'entreprise. Dans la conclusion nous essayerons de dégager à l'intention des autorités financières quelques lignes directrices quant à l'élaboration des stratégies de finance d'entreprise et de *corporate governance*.

121

2. - Les problèmes de financement externe et de contrôle des grandes entreprises.

La théorie néo-classique de l'entreprise ne fait aucune distinction entre les dirigeants, les créanciers et les propriétaires d'une même société.

L'entreprise est considérée comme une entité unique et homogène dont le but est de maximiser le total de sa valeur en maximisant la valeur actualisée de ses futurs *cash flows*. Elle est supposée n'être soumise à aucun contrôle, ni à aucun problème de financement externe. Ce dernier, qu'il vienne des banques, des actionnaires ou des partenaires, est traité comme un input supplémentaire dans le processus de production ; il n'a donc aucun effet sur la fonction de maximisation de l'entreprise.

Cependant, dans la réalité les grandes entreprises ne sont pas les simples fonctions de production présentées dans la plupart des manuels de micro-économie. Depuis Berle et Means (1932) et Coase (1937), les économistes ont compris que les problèmes de contrôle d'entreprise et de financement externe pouvaient se poser. Ces difficultés découlent du fait que les actionnaires les dirigeants et les créanciers ont chacun leurs propres préférences quant à l'emploi des ressources, et que les bailleurs de fonds estiment mal l'usage que font les dirigeants de ces mêmes ressources. Étant donnée l'asymétrie de l'information des actionnaires, des dirigeants et des créanciers, les bailleurs de fonds externes (les *principals*) ne peuvent donc garantir que l'agent (la direction) agira dans leur intérêt. Les dirigeants peuvent donc entraîner la firme dans des activités dont ils tirent plus profit que les partenaires financiers. La situation se complique d'autant plus que dans une grande entreprise, il y a pratiquement toujours plusieurs intervenants en principal (*principals*) : actionnaires, créanciers... qui eux-mêmes risquent de ne pas être d'accord.

Il existe toutefois de nombreux procédés pouvant entraver la dérive de la politique de maximisation de la valeur, en faveur d'un partenaire financier et au détriment des autres. Stiglitz (1985) souligne que la structure dispersée de l'actionnariat d'une entreprise est le plus important de ces procédés. Si les parts de la société sont concentrées dans les mains de quelques gros porteurs, chacun d'eux sera incité à acquérir les informations nécessaires pour contrôler la gestion de l'entreprise (*monitoring*). De plus, la quantité d'actions qu'ils détiennent leur permet de surveiller la direction, soit par le biais de leur droit de vote, soit par le biais de leur représentation au conseil d'administration, soit par les deux à la fois². De la même façon, si la dette de l'entreprise est détenue par une poignée de banques ou autres créditeurs, ces derniers seront également incités à s'impliquer dans la gestion de l'entreprise. En tant qu'importants prêteurs, ils peuvent aussi influencer la direction, en refusant d'approvisionner la

² Bien entendu, leurs importantes participations impliquent un coût, celui de la diversification limitée de leurs actifs. Pour les grandes institutions financières (et autres sociétés), ces coûts ne sont pas si importants qu'ils le sont pour un individu avec une contrainte monétaire plus rigide.

firme, dans le cas où elle ne serait pas suffisamment performante. De telles menaces ne leur coûtent rien et sont donc très crédibles³.

Mis à part la structure concentrée de l'actionnariat, il existe de nombreuses autres mesures indirectes permettant aux actionnaires de surveiller la direction. Les prêteurs, par exemple, peuvent fixer un terme à leur prêt, et dès lors qu'il est expiré, réclamer leur dû. Pendant la durée du prêt, le comportement de l'emprunteur peut, dans une certaine mesure, être encadré par des conventions spécifiant à quelles conditions le créancier peut réclamer son argent sans respecter l'échéance fixée. Lorsque la structure de l'actionnariat est dispersée, les actionnaires comptent principalement sur le conseil d'administration pour les protéger contre un management incompetent, voire "tiraux-flancs" (*Sbiaking managers*). Les conseils d'administration sont supposés désigner, licencier et fixer la rémunération des hauts dirigeants. Ils doivent également superviser leurs actions, les conseiller et opposer leur veto lorsque les décisions prises leur semblent mauvaises. Bien que ces stratégies de contrôle soient efficaces lorsque l'actionnariat et les créanciers sont dispersés, elle risquent de l'être davantage, dès lors que la répartition des engagements financiers de l'entreprise sera concentrée dans les mains de quelques gros porteurs.

Des marchés compétitifs et fluides pour les cadres supérieurs (*markets for managerial labor*), les capitaux propres et les produits finis, peuvent également contribuer au renforcement de la discipline managériale. Le marché des cadres supérieurs peut aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, à condition que la rémunération des dirigeants soit proportionnelle à la rentabilité de l'entreprise. Le marché des capitaux peut lui aussi discipliner le comportement managériale. La direction doit s'occuper des conditions en vertu desquelles les fonds seront mis à la disposition de l'entreprise. Même les dirigeants "tiraux-flancs" devraient souhaiter un financement moins coûteux de leurs équipements. Une menace sérieuse d'OPA, susceptible de renverser la direction en place, peut également conduire les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires. Enfin, la compétition sur les marchés des produits finis peut discipliner l'équipe managériale en brandissant la menace de la liquidation judiciaire des sociétés qui ne sont pas efficacement gérées.

Pourquoi le dosage des dispositifs de contrôle d'entreprise diffère-t-il en fonction des pays ? Les systèmes de *corporate governance* sont loin d'être partout les mêmes, ce qui pose un problème à la théorie du contrôle de l'entreprise. S'il existe une technique optimale d'organisation et de financement des grandes entreprises, on devrait alors, selon la théorie,

³ De telles menaces impressionnent moins les entreprises qui n'ont pas besoin de financement externe, ou qui ont facilement accès à d'autres sources de financement externe.

pouvoir mettre en oeuvre les mêmes mécanismes de *corporate governance* (et de finance d'entreprise) dans tous les grands pays industrialisés. A partir du moment où ce n'est pas le cas nous devrions alors nous tourner vers les facteurs que la théorie ignore, à savoir vers les lois et les réglementations qui régissent les systèmes financiers et qui diffèrent considérablement selon les pays.

3 - Les déterminants légaux et réglementaires du contrôle d'entreprise

Il existe parmi les quatre pays examinés de grandes différences quant au droit et à la réglementation qui affectent les dispositifs de contrôle d'entreprise. Ces différences portent essentiellement sur deux points. Premièrement, il y a la sévérité avec laquelle les contraintes sont imposées aux importants investisseurs, dits «actifs». Ils sont plus ou moins touchés par les différences de droit des sociétés et de droit des procédures collectives, par la réglementation du portefeuille des institutions financières, par le droit fiscal, par la réglementation des délits d'initiés et des lois sur la divulgation de l'information, ainsi que par la législation antitrust. Les législations américaine et britannique sont en général bien plus hostiles aux larges participations. Deuxièmement, il y a les différences de fréquence au recours des entreprises au financement externe non-bancaire. Les entreprises sont ici touchées par les lois qui freinent le développement des marchés nationaux des titres, et qui limitent l'accès aux sources étrangères de financement. Les firmes risquent également d'être touchées par les différentes interprétations des lois sur la divulgation de l'information qui dans l'ensemble encouragent le développement des marchés de titres.

Au Japon et en Allemagne, contrairement aux pays anglo-saxons, l'environnement légal et réglementaire sanctionne lourdement la prolifération des sources de financement direct.

Sanctions légales et réglementaires de la participation au capital de l'entreprise

Comme l'indique le tableau 1, les institutions financières allemandes et japonaises par rapport aux institutions anglaises et surtout américaines, bénéficient d'une plus grande liberté de participation au capital des entreprises et donc peuvent plus facilement exercer un contrôle.

Aux États Unis, les institutions financières sont strictement limitées, elles ne peuvent détenir d'importantes participations car elles risqueraient alors de contrôler l'entreprise (voir Roe (1990) et Prowse (1990) pour une description détaillée de ces restrictions). Depuis 1933, le Glass-Steagall Act interdit purement et simplement aux banques de participer au capital des

entreprises⁴. Les holdings de banques ne peuvent posséder plus de 5% d'une même société et leur participation doit être passive (voir Carey (1993)). D'autres institutions financières telles que les compagnies d'assurances, les fonds de pensions et les fonds d'investissement à capital variable sont eux aussi sévèrement réglementés. On empêche également les établissements non-financiers de détenir des parts importantes d'entreprises. Les lois sur la fiscalité des dividendes (*dividend tax rules*) ont un effet dissuasif sur les participations croisées inter-entreprises. De plus, les lois américaines antitrust sont traditionnellement hostiles aux liens inter-entreprises qu'engendreraient des participations croisées. En plus des réglementations particulières qui s'appliquent à certaines institutions précises, les lois sur les valeurs mobilières (*securities laws*) jouent en défaveur de la concentration du capital de l'entreprise entre les mains d'un même actionnaire (voir Bhidé (1993)).

En Angleterre, il y a moins de restrictions formelles concernant la concentration des actions entre les mains de grands porteurs, mais les sanctions qui existent sont quand même strictes. En général, c'est sous réserve de l'approbation explicite de la Bank of England que les banques peuvent acquérir des parts substantielles dans les établissements non-financiers. Les liens banques-établissements non financiers ont également fait l'objet de strictes règles prudentielles, qui de par leur sévérité ont rendu quasi-inexistants les placements en actions des banques de dépôt (voir Santomero et Langhorn (1985)). En Grande Bretagne, les compagnies d'assurance et les fonds de pensions se sont fixés eux-mêmes leurs propres limites de participation, et cela pour les mêmes raisons de diversification qui font rechigner les fonds de pensions américains à prendre de larges parts dans une seule et même société (voir Minns (1980)). Par ailleurs, à l'instar des États-Unis, la législation britannique sur les délits d'initiés, dissuade les importantes prises de participation et empêche ainsi les gros porteurs de contrôler l'entreprise, puisque en étant des actionnaires référentiels, ils s'exposeraient à des poursuites judiciaires en vertu de la loi sur les délits d'initiés (*Insiders Dealing Act*).

Au Japon la situation diffère quelque peu de celle des pays anglo-saxons. Les réglementations limitant la participation des établissements financiers et le pouvoir des actionnaires majoritaires sont moindres. Les seules limitations en vigueur proviennent de l'*Anti-Monopoly Act*. Par exemple, il n'est pas interdit aux banques commerciales nipponnes de participer au capital d'une entreprise, bien qu'elles soient soumises aux

⁴ Depuis peu, les lois interdisant aux banques les syndications et les empêchant d'être des opérateurs sur le marché des titres, se sont quelque peu érodées. Toutefois, les banques n'ont toujours pas le droit de participer au capital des entreprises.

lois antitrust qui jusqu'en 1987 limitaient à 10% le montant de leurs avoirs dans une seule et même société (cette limite a depuis été réduite à 5%). La limite est aussi fixée à 10% pour les compagnies d'assurance. Les lois antitrust, ainsi que la réglementation concernant les délits d'initiés, semblent être les mêmes qu'aux États-Unis. Cependant, il est reconnu que de manière générale elles ne sont pas appliquées par les autorités (voir *The Economist* du 19/5/1990).

L'Allemagne est souvent citée comme l'un des rares pays où la relation banques - industrie n'est pas altérée par les contraintes de la réglementation. La structure institutionnelle du système financier allemand est fondée sur le principe des opérations bancaires universelles. Les banques universelles peuvent participer selon leur bon vouloir au capital de tout établissement non-financier⁵. Cette liberté n'est restreinte que par un certain nombre de règles prudentielles qui ne semblent pas particulièrement contraignantes et qui permettent aux banques de posséder une grande variété d'actions⁶. Il n'y a pas beaucoup d'autres entraves légales et réglementaires qui puissent restreindre l'actionnariat concentré des entreprises allemandes

Ces différences de législation et de réglementation ont des conséquences sur la structure de la possession des entreprises dans les quatre pays étudiés. On peut s'en apercevoir en regardant tout simplement les statistiques du tableau 2 sur la propriété du capital des sociétés cotées. Celui-ci révèle que les institutions financières (surtout les banques) sont beaucoup plus présentes au Japon qu'aux États-Unis. On peut aussi noter la participation importante des établissements non-financiers au Japon et surtout en Allemagne, comparé aux pays anglo-saxons.

Ces statistiques ne révèlent rien cependant au sujet de la concentration de la propriété des capitaux, point important pour ce qui est du contrôle d'entreprise. Une analyse des modes de propriété réalisée sur un échantillon de sociétés dans chaque pays s'impose. Une telle analyse sera développée dans la troisième partie.

Contraintes légales et réglementaires de la finance d'entreprise

Au Japon et en Allemagne, les marchés des titres ne se sont pas trop développés pendant la période de l'après guerre. Une des raisons à cela

⁵ Cependant, les banques spécialisées, telles que les banques d'épargne coopérative, les banques hypothécaires et les Länder banks sont souvent soumises à une législation différente et plus stricte quant à leurs participations.

⁶ Les règles prudentielles qui semblent les plus inévitables sont celles qui exigent que la totalité des placements obligataires et immobiliers autorisés ne dépassent pas le capital détenu par les banques. Un placement obligataire est dit autorisé, si la banque détient plus de 10% du capital de l'entreprise. Voir *Deutsche Bundesbank* (1991a).

est le préjugé juridique et réglementaire qui existe depuis longtemps dans ces pays à l'encontre du financement non-bancaire. L'obligation de divulgation de l'information (traditionnellement moins stricte), imposée aux sociétés japonaises et allemandes a également contribué à freiner l'essor des marchés de titres.

Suppression des sources de financement non-bancaire en Allemagne et au Japon

Le tableau 3 décrit quelques-unes des contraintes légales et réglementaires de l'accès au financement externe non-bancaire par les établissements non-financiers dans les deux pays. Au Japon jusqu'au milieu des années 1980, et en Allemagne jusqu'à très récemment, l'accès aux fonds externes non bancaires a été sévèrement réprimé.

Au Japon, ces restrictions très dures ont été graduellement supprimées au cours de la décennie 80. Jusque là le secteur industriel n'avait pas d'accès direct au financement externe sur les marchés des capitaux. Le marché obligataire national n'était ouvert qu'à un nombre restreint d'entreprises nationalisées et compagnies d'électricité. Le Comité d'émission d'obligations (*The Bond Issuance Committee*) fixa pour les entreprises émettrices d'obligations des exigences d'admissibilité sévères, et cela à travers une série détaillée de critères comptables. En plus des restrictions du financement non-bancaire, les autorités ont imposé à l'économie, jusqu'au milieu des années 80, des contrôles étendus sur les taux d'intérêt, et ceci principalement pour que les banques et autres institutions financières maintiennent la dette gouvernementale à un faible rendement (voir Takeda et Turner (1992)). En contenant le taux de rémunération des dépôts, les banques ont pu prêter à des taux inférieurs aux taux du marché et ont pu ainsi malgré tout réaliser un profit. Ainsi les sources de financement externe, ne sont pas rentrées en concurrence avec les banques.

En Allemagne, les limitations du financement non-bancaire ont été significatives jusqu'à une période très récente. L'émission des *papiers commerciaux* et d'obligations à long terme fut entravée aussi bien par les exigences de la procédure d'autorisation d'émettre que par l'impôt sur le transfert des titres (voir le rapport mensuel de la Bundesbank, mars 1992). Pour obtenir l'autorisation d'émettre, un accord préalable du Ministère de l'Économie était nécessaire. L'impôt sur le transfert des titres représentait un problème considérable pour les marchés secondaires de titres et surtout pour le marché des fonds d'État à court terme. L'émission d'obligations sur les marchés étrangers a fait elle aussi l'objet de semblables restrictions. L'émission de capital et la politique de financement par l'endettement sur les marchés secondaires ont depuis toujours été lourde-

ment imposées, ce qui a rendu la participation au capital d'une entreprise, non compétitif (en tant que moyen de financement) face aux crédits accordés par les banques (voir Doser et Brodersen (1990)). Toutefois, ce sont les impératifs légaux relatifs à la représentation des salariés au conseil d'administration qui ont été d'une importance capitale. Ils ont donné le coup de grâce à la seule forme d'organisation susceptible de rassembler des fonds sur les marchés publics (voir Borio 1990).

Mis à part la discrimination active menée contre les formes de financement non intermédiées en Allemagne et au Japon, qui perdura pendant la majeure partie de la période d'après guerre, les impératifs d'information modérés de ces pays, ont certainement contribué à freiner le développement du financement non-bancaire des entreprises. Les entreprises américaines et britanniques désireuses d'émettre des capitaux ont été obligées de divulguer beaucoup plus d'informations que ne l'ont fait les sociétés japonaises et allemandes. Ceci peut avoir de graves conséquences sur le développement d'un marché actif du financement direct⁷. Face à un faible niveau de divulgation de l'information financière, les investisseurs potentiels ne seront pas incités à financer les entreprises par le biais des marchés obligataires et des marchés de titres. Sans un cadre législatif et réglementaire qui oblige à une divulgation adéquate de l'information aux investisseurs externes, tel que ce fut le cas aux États-Unis et en Angleterre pendant toute la période d'après guerre, l'essor d'un marché liquide des titres des entreprises risque d'être réellement freiné⁸.

Les différences de législation et de réglementation décrites ci-dessus se reflètent parfaitement dans l'étendue des marchés de titres des différents pays. Le tableau 4 présente la capitalisation boursière des actions en pourcentage du PNB pour l'année 1985 dans les quatre pays étudiés⁹. Comparer des niveaux de capitalisation boursière en données brutes non

⁷ Bien que Bisignano (1990) déclare que les diverses façons de divulguer l'information (et donc par conséquent les différences des cadres réglementaires concernant la divulgation de l'information) sont le résultat plutôt que la cause de la dépendance historique du pays vis-à-vis du financement intermédié.

⁸ Sylla et Smith (1993) utilisent un tel argument pour expliquer les différentes vitesses de développement des marchés des valeurs aux États-Unis et en Grande-Bretagne. Il attribuent le développement plus rapide des marchés des valeurs américain et anglais, aux dix neuvième et vingtième siècles, aux nombreux Companies Acts, entre 1844 et 1900 qui furent responsables de la demande croissante d'information des entreprises voulant s'enrichir sur les marchés des capitaux. Les sanctions touchant à la divulgation de l'information étaient beaucoup moins coûteuses aux États-Unis jusque dans les années 30, quand les Securities Acts de 1933 et de 1934 (qui allaient plus loin que les réglementations anglaises) ont permis au marché des valeurs américain de devancer, en taille et en matière de diversification, le marché des valeurs anglais, juste après la guerre.

⁹ 1985 est l'année de référence dans les tableaux 6 et 7, car elle reflète la situation du Japon avant la déréglementation accomplie dans la première moitié de la décennie 80.

corrigées peut se révéler trompeur si un pays connaît un taux élevé de participations croisées, car ces actions sont comptabilisées deux fois. En ne les prenant pas en compte, le tableau 4 évite cette erreur. Une fois que les participations croisées ne sont plus prises en compte deux fois, les bourses des pays anglo-saxons apparaissent alors bien plus importantes que celles de l'Allemagne ou du Japon.

Les différences en question se manifestent également à travers l'importance relative des marchés des obligations d'entreprises dans les pays respectifs. Le tableau 5 illustre les grandes différences qu'il y a dans la composition de la dette de l'entreprise, dont une partie est constituée de titres et l'autre de créances intermédiées. En 1985 au Japon et en Allemagne, moins de 9% de la dette des établissements non-financiers sur le marché du crédit était constituée de titres, alors qu'elle était deux fois plus grande en Angleterre et qu'elle excédait les 50% aux États-Unis. D'une part, les données des flux en circulation correspondent aux données quantitatives, et d'autre part elles révèlent l'impact de la déréglementation au Japon durant ces dernières années. Le tableau 6 montre qu'entre 1970 et 1985, les établissements non-financiers anglais ont acquis plus de 40% de leurs fonds externes par le biais des marchés de titres (*papiers commerciaux*, traités à échéance courte, obligations ou capitaux propres) comparé aux 15% des établissements non-financiers nippons et aux 12% des établissements allemands¹⁰. Les intermédiaires financiers, surtout les banques, ont assuré la majeure partie du financement externe des compagnies allemandes et japonaises, sous la forme de prêts intermédiés à courte et longue échéance. Le lien entre les habitudes de financement et les limitations d'ordre légal et réglementaire du financement non-bancaire, est manifeste dans les changements de composition du financement externe au Japon. Depuis la période 1986-1990, le financement direct des capitaux propres des entreprises sur les marchés de titres, en tant que proportion du financement brut, a doublé, alors que l'importance de la dette intermédiée a baissé de 20%.

Le tableau 6 indique également si ce sont les entreprises japonaises ou allemandes qui, en tenant compte de la totalité de leurs besoins de financement, dépendent le plus de l'emprunt bancaire. Alors que la composition des dettes allemandes et japonaises (la répartition titres-crédances) est à peu près équivalente (tableau 5), du fait que les entreprises allemandes ont très souvent eu recours au financement interne, ces dernières dépendent cependant moins que les entreprises japonaises de

¹⁰ Les États-Unis sont exclus de cette comparaison parce que les informations concernant l'utilité et l'origine des flux de financiers, sont dans l'ensemble nettes et non brutes. Cependant, le tableau 7 indique que, parmi les quatre pays étudiés, les États-Unis est celui qui dépend le plus des marchés des titres pour le financement externe.

l'emprunt bancaire en tant que moyen de financement externe. De 1970 à 1985, par exemple, les emprunts des sociétés japonaises auprès des institutions financières représentaient plus de 40% de leurs besoins de financement totaux, alors que pour les entreprises allemandes il ne s'agissait que de 20%. Cela indique que les sociétés japonaises ont été particulièrement victimes de l'influence exagérée du système bancaire, eu égard à son rôle primordial de principale source de financement. Le récent amoindrissement de leur dépendance face aux emprunts bancaires indique par contre que l'efficacité de la banque japonaise en tant qu'outil de contrôle s'est affaiblie.

Ces différences indiquent qu'en Allemagne, par rapport aux pays anglo-saxons et plus encore au Japon, les banques peuvent jouer un rôle plus influent dans la surveillance de l'entreprise, car elles sont l'une de leurs sources principales de financement. Cependant, l'importance des banques dans le contrôle d'entreprise a peut-être diminué ces dernières années, étant donné que les entreprises japonaises profitent de la situation actuelle et commencent à exploiter d'autres formes de financement.

4 - Corporate governance : comparaison internationale

130

Le cadre réglementaire et juridique influence-t-il la façon dont les entreprises se gouvernent elles-mêmes ? Bien que notre article ne mette pas à l'épreuve les théories économiques pour expliquer les différences de *corporate governance* selon les pays, les différences observées correspondent aux divers systèmes juridiques et réglementaires décrits ci-dessus.

La structure du capital de l'entreprise

La structure du capital des entreprises varie selon les pays. Le tableau 7 fournit quelques informations sur la concentration du capital de l'entreprise, à partir d'un échantillon de grands établissements non-financiers aussi bien américains, anglais, japonais qu'allemands, durant ces vingt dernières années. Le tableau met en lumière un certain nombre de différences : l'une d'entre elles étant le degré de concentration du capital selon le pays. Il est à peu près identique aux États-Unis et en Grande Bretagne où les cinq plus gros actionnaires détiennent en moyenne entre un cinquième et un quart des actions disponibles de l'entreprise. De l'autre côté, au Japon l'actionnariat est plus concentré. Mais ce sont les entreprises allemandes qui battent tous les records avec une participation moyenne des cinq plus gros porteurs de plus de 40%¹¹.

11 Toutes les différences du degré moyen de concentration de la propriété, sont des statistiques significatives avec un seuil d'erreur de 1 %, sauf pour les différences existant entre les États-Unis et la Grande-Bretagne. Il semblerait qu'en Allemagne, la détention du capital des entreprises est encore plus concentrée que ne l'indiquent ces statistiques. Tout d'abord, en Allemagne les sociétés

En comparaison avec le Japon, la forte concentration du capital des entreprises allemandes reste néanmoins manifeste. L'Allemagne se détache du lot par la grande proportion des sociétés cotées en bourse qui n'ont qu'un seul actionnaire de référence, actionnaire possédant plus de 50% des capitaux propres disponibles. Par rapport aux trois autres pays, les sociétés cotées en bourse et détenues par des actionnaires majoritaires sont plus courantes en Allemagne. Le tableau 7 présente également des statistiques réalisées sur la base d'une série d'études sur la fréquence des entreprises dont le capital est détenu par un actionnaire majoritaire. La propriété du capital par un actionnaire majoritaire est à peu près équivalente au Japon, aux États-Unis et en Grande Bretagne. Cependant, elle est bien plus répandue en Allemagne, où plus d'un quart des sociétés cotées en bourse sont la propriété d'actionnaires majoritaires.

La composition de la dette de l'entreprise

Il semble que les divergences entre pays, concernant la structure concentrée des créances des entreprises, soient du même ordre, bien que les informations à ce sujet soient plus difficiles à recueillir. Le recours croissant des entreprises anglo-saxonnes aux marchés des titres, plutôt qu'aux marchés intermédiés (voir tableau 5), semble indiquer que la fragmentation des créances est plus importante aux États-Unis et en Grande Bretagne. Les différences de sanctions réglementant les risques encourus par les banques en matière de prêts aux particuliers, peuvent jouer le rôle d'un second indicateur, car ces limitations sont bien moins contraignantes en Allemagne et au Japon qu'elles ne le sont aux États-Unis ou en Grande-Bretagne. Aux États-Unis les banques ne peuvent prêter à un seul emprunteur que 15% de leur capital, alors qu'au Japon et en Allemagne les

131

cotées — les seules à attirer les gros porteurs — constituent une petite partie des entreprises, alors que dans les 3 autres pays elles constituent une partie plus importante de ce secteur. En 1986, les sociétés cotées allemandes englobaient moins de 20 % du total des ventes effectuées par le secteur de l'entreprise, alors qu'on parle de 80 % pour la Grande-Bretagne. Deuxièmement, à l'inverse des 3 autres pays, les données sur les participations dans les entreprises, risquent de sous-estimer la concentration du pouvoir de vote dans l'entreprise allemande type. Ceci est dû au fait, que comme nous l'avons vu précédemment, les banques allemandes ont toujours eu une grande liberté pour exercer le droit de vote des actions qu'elles détenaient en dépôt pour les plus petits actionnaires. Il est clair que le système de vote par procuration contribue davantage à concentrer le contrôle des droits de vote, plutôt que le contrôle de la participation, dans les mains des banques. Ceci risque d'être particulièrement important pour les quelques entreprises qui sont détenues par des actionnaires majoritaires, entreprises dans lesquelles les petits porteurs mettent habituellement leurs actions en dépôt auprès des banques. Par exemple, Pfeiffer (1989) dénote que tout au long des années 80, les 3 grandes banques universelles contrôlaient plus de la moitié des droits de vote de BASF, société dont le capital est en grande partie détenu par des actionnaires extérieurs. Les sociétés, dont le capital est détenu par de multiples actionnaires, risquent elles aussi une concentration des droits de vote dans les mains d'une poignée de banques.

limitations sont respectivement de 30% et de 50%. En Grande Bretagne il n'y pas de plafonds officiels, mais lorsqu'on dépasse les 10%, un examen rigoureux des autorités est effectué (voir Borio (1990)).

Pouvoir et indépendance du Conseil d'administration

Il existe une kyrielle de preuves qui témoignent de la faiblesse des conseils d'administration aux États-Unis (voir par exemple Mace (1971), Wiesbach (1988) et Jensen (1989)). Il y a moins de preuves directes pour ce qui est de leur efficacité au Royaume Uni. Néanmoins leurs structures respectives se ressemblent beaucoup. Dans les deux cas, les membres sont élus par les actionnaires. Cependant, du fait de la structure diffuse du capital, le conseil d'administration est choisi en réalité par le PDG. Habituellement il est constitué par une partie importante de l'équipe managériale. Il est rare qu'un porteur ait une participation suffisante dans le capital votant de l'entreprise pour être représenté au conseil. Les administrateurs extérieurs à l'établissement sont supposés constituer le principal élément de contrôle du conseil, mais ils doivent leur nomination au PDG. De plus, ils ont souvent un intérêt financier dans le maintien de l'actuelle équipe dirigeante. Même lorsque le conseil est résolu à remplir son devoir d'optimisation de la valeur actionnariale, les informations précises sur le fonctionnement de l'entreprise lui font d'habitude défaut. De ce fait il a peu de chances de pouvoir mettre à défi les décisions de la direction. Recueillir les données nécessaires est une opération coûteuse et donc un administrateur ne le fera guère s'il ne détient pas d'importantes parts.

La structure d'un conseil d'administration d'une société japonaise ressemble beaucoup à celle d'une société anglo-saxonne. Les actionnaires de référence semblent préférer réunir l'information, pour ensuite influencer la gestion de l'entreprise par l'entremise de réunions à caractère non-officiel du «club» du président qui ont lieu régulièrement entre sociétés ayant des rapports de réciprocité (Keiretsu), et ceci plutôt que par l'intermédiaire de la structure formelle qu'est le conseil. Les cadres supérieurs, les gros porteurs et les créanciers importants collaborent lors de rencontres mensuelles régulières qui, bien qu'elles ne soient pas des structures de gouvernance officielles, ressemblent à un second conseil, qui ressemble, à son tour, au conseil de surveillance allemand. A l'occasion de ces réunions dépourvues de caractère officiel, l'on peut aussi bien discuter des projets planifiés que du plan de succession du PDG (voir Anderson (1984) et Roe (1993)). Les comptes-rendus anecdotiques de ces rencontres révèlent qu'elles constituent une sorte de tribune où les partenaires financiers et les dirigeants discutent de la politique de l'entreprise.

Une société anonyme (AG) est composée de deux conseils distincts : le Vorstand (le conseil des *managing directors*) et le Aufsichtsrat (le conseil

de surveillance). Le premier dirige la société au jour le jour et ses membres sont nommés par le conseil de surveillance. Celui-ci est l'instance de contrôle qui surveille les activités du Vorstand, mais il ne peut assumer aucune fonction directionnelle. Le Vorstand doit régulièrement rendre compte de ses activités au conseil de surveillance et certaines transactions ne peuvent être conclues sans l'accord formel de ce dernier. Dans les grandes sociétés, le conseil de surveillance doit être constitué à part égale de représentants des actionnaires et des représentants des salariés : en pratique, le président est généralement issu des rangs des actionnaires et son adjoint lui, du camp des salariés. Les banques qui représentent à la fois elles-mêmes et leurs administrateurs de fonds, font presque toujours partie du conseil, et y occupent souvent la place de président. Dans d'autres cas, le président du conseil de surveillance peut être aussi l'ancien PDG de la société, qui aura plus facilement accès aux sources non-officielles d'informations.

La structure du conseil de surveillance allemand présente deux avantages de plus que les structures anglo-saxonnes. Tout d'abord, les membres ne sont pas désignés par le PDG mais, en vertu de la loi, par les représentants de l'actionnariat. Les dirigeants sont obligés de collaborer avec un conseil constitué de représentants des gros actionnaires. Le deuxième avantage est qu'aucun « initié » ne peut siéger au conseil de surveillance, d'autant moins le dominer, comme c'est souvent le cas dans beaucoup d'entreprises américaines ou anglaises.

Il est probable que la surveillance exercée par les conseils d'administration anglo-saxons deviendrait plus vigilante s'ils étaient restructurés dans l'esprit des conseils de surveillance allemands. Toutefois, les différences semblent être peu importantes. Le succès que l'on attribue au fonctionnement des conseils allemands est dû en grande partie à la présence d'actionnaires et créanciers importants qui veulent simplement protéger leurs investissements en raison de leur forte participation au capital de la société. Ce raisonnement s'applique également au Japon. Les actionnaires de référence des entreprises nipponnes sont souvent d'importants titulaires de créances, or un tel investissement dans l'entreprise les incite à recueillir toutes informations susceptibles d'en influencer la gestion. C'est ce qu'ils font de préférence par l'intermédiaire des réunions du Club du président, plutôt que par l'instance officielle et pesante qu'est le conseil d'administration. C'est la concentration du capital et des créances de l'entreprise dans les mains d'une poignée d'actionnaires, plutôt qu'une soi-disant supériorité technique de la structure du conseil qui fait que les conseils allemands, de même que leur équivalent non-officiel japonais, fonctionnent mieux que leurs homologues anglo-saxons.

La rémunération des dirigeants

Si le conseil d'administration ne peut imposer une ligne de conduite au dirigeant, il peut cependant concevoir des formules de rémunération diverses qui l'inciteront à maximiser la valeur actionnariale. Les primes de rendement en espèces, les révisions de salaires, les options d'achat d'actions, l'acquisition pure et simple des parts d'une société aussi bien que les primes de licenciement sont autant de moyens d'incitation à la maximisation de la valeur actionnariale de la politique de rémunération de l'entreprise. Alors qu'il existe aux États-Unis beaucoup de données sur le lien entre la rémunération des dirigeants et les performances, les données pour les autres pays sont difficiles à réunir.

Kaplan (1993) a réalisé une étude comparative de la rémunération des dirigeants dans les entreprises japonaises et américaines. Il observe que dans les deux pays la rémunération au comptant est corrélée aux divers indicateurs de performance. L'élasticité de la rémunération à la performance est à peu près équivalente. Une différence substantielle réside dans le degré de participation des cadres supérieurs au capital des sociétés qu'ils dirigent : les actions détenues par les cadres japonais représentant moins du quart de celles que possèdent leurs homologues américains. La différence implique probablement que la pente du gradient rémunération - performance des managers américains soit plus prononcée, dès lors que la rémunération totale est prise en compte (au comptant et à terme). On sait peu de choses sur la relation entre la rémunération et les performances des dirigeants anglais et allemands. Cependant, l'Allemagne avec son pourcentage élevé de sociétés gérées par leurs actionnaires-proprétaires, se détache du lot des quatre pays de par son utilisation de la propriété du management comme mécanisme de gestion.

Il semble facile de surestimer le rôle qu'exerce aujourd'hui la rémunération des dirigeants dans les pays examinés. Jensen et Murphy (1990) dans leur analyse de 250 sociétés cotées à la Bourse de Wall Street ont calculé, en tenant compte de l'ensemble des moyens de rémunération dont disposait le management, qu'une augmentation de la richesse des actionnaires de 1000 dollars entraîne une augmentation médiane de la rémunération globale du PDG de 3,25 dollars. Ils en ont conclu que cela n'incitait que faiblement les dirigeants à maximiser la valeur actionnariale¹². En effet, en tenant compte des degrés de détention du capital d'une entreprise observés dans les pays anglo-saxons, l'attitude des dirigeants risque d'être

¹² Jensen (1993) remarque, par exemple, qu'une perte de 10 millions de dollars de la valeur actionnariale, ne coûte que 32 500 dollars au PDG moyen. En termes pratiques, cela veut dire que le PDG moyen qui aime voyager confortablement, peut se commander sur le compte de l'entreprise un JET Lear (environ 10 millions de dollars) et l'opération lui coûtera personnellement moins que l'achat d'une BMW !

encore plus figée. Par conséquent, ils risquent de se sentir encore moins concernés par les intérêts des actionnaires. Morck, Shleifer et Vishny (1988a) décèlent des signes de mauvaise volonté managériale lorsque la participation au capital de l'entreprise par les dirigeants oscille entre 5% et 25%

Le marché comme mécanisme du contrôle d'entreprise

Une des différences les plus frappantes entre les systèmes financiers anglo-saxons, allemand et japonais est la fréquence des OPA, provoquées semble-t-il par une mauvaise gestion des dirigeants. Bien que la comparaison soit difficile à établir, il ressort des statistiques faites dans ce domaine qu'au Japon et en Allemagne le marché intervient moins dans le contrôle d'entreprise. Le tableau 9 donne une mesure de l'étendue des transactions relatives au contrôle d'entreprise. Il indique le pourcentage que représentent les OPA inamicales (qu'elles aient été menées à bien ou pas) par rapport à la totalité des transactions effectuées aux États-Unis, au Royaume Uni et dans le reste de l'Europe. L'incidence des offres hostiles est moins importante dans les pays européens, par opposition aux pays anglo-saxons.

Les différences entre les pays pour ce qui est des prises de contrôle sauvages ayant réellement été effectuées sont encore plus frappantes. En Allemagne, par exemple, depuis la Seconde Guerre mondiale on ne repère que quatre cas d'offres inamicales lancées (voir Franks et Meyer (1993)). Elles sont apparemment aussi peu nombreuses au Japon. Kester (1991) affirme que le recours aux OPA en tant que manoeuvre pour remplacer l'équipe dirigeante considérée inefficace dans les grandes sociétés nipponnes, est très rare. A l'inverse, aux États-Unis de 1980 à aujourd'hui, presque 10% du capital des 500 plus grandes entreprises a été acquis par des transactions hostiles ou, tout au moins, qui l'étaient à l'origine. Franks et Meyer (1992) relatent qu'au milieu des années 1980, en l'espace de deux ans 35 OPA hostiles ont abouti en Angleterre.

Pour quelles raisons lance-t-on plus d'OPA dans un pays plutôt que dans un autre ? Beaucoup de gens croient que si en Allemagne et au Japon les OPA inamicales sont rares, c'est aux sanctions légales et réglementaires qu'on le doit. Toutefois, au Japon il y a peu d'entraves explicites à l'acquisition d'une société. Pour ce qui est de l'Allemagne, il est difficile à dire si le cadre juridique et réglementaire est favorable ou pas aux OPA inamicales¹³. Cependant, ce qui est certain, c'est que la structure même du

¹³ D'un côté, l'importante présence des représentants des salariés au conseil de surveillance, signifie que le conseil aura tendance à défendre l'équipe managériale en place contre toutes tentatives d'OPA. La capacité des entreprises allemandes à restreindre le nombre de droits de vote détenus par un seul et même actionnaire, risque également d'être une mesure anti-OPA (la

capital d'une entreprise japonaise ou allemande est un obstacle en soi. En Allemagne par exemple, étant donné le nombre réduit des sociétés à actionnariat dispersé cotées en Bourse, c'est avec difficulté qu'un acquéreur potentiel achètera une part suffisante d'une entreprise allemande pour ensuite la reprendre, car ceci nécessiterait l'accord préalable du ou des plus gros porteurs. La même chose vaut pour une grande entreprise japonaise ayant un capital assez concentré ainsi que de nombreuses participations croisées avec des sociétés avec lesquelles elle entretient des rapports de réciprocité. Néanmoins, cet obstacle ne devrait pas être considéré comme nuisible au contrôle des entreprises japonaises et allemandes. Après tout, la structure de la détention du capital d'une entreprise est une réaction endogène des investisseurs aussi bien face aux coûts et aux avantages du maintien d'une discipline managériale qu'à d'autres facteurs. Dire que la structure du capital des entreprises allemandes et japonaises freine le développement d'un véritable marché du contrôle de l'entreprise est hors propos, dans la mesure où cette structure parvient justement à atténuer beaucoup des problèmes qu'un marché du contrôle d'entreprise était supposé résoudre.

Importance des mécanismes de contrôle d'entreprise : comparaison internationale

136

Le tableau 10 résume le lien entre les dispositifs de contrôle de l'entreprise mis en oeuvre et les pays dans lesquels on y recourt le plus.

Le fait que les entreprises américaines aient recours au marché externe pour diriger leurs entreprises ne signifie nullement que les mécanismes de contrôle interne n'existent pas. Cela veut simplement dire qu'ils sont probablement moins efficaces et plus lents que les mécanismes internes en vigueur dans d'autres pays. Les nombreuses révocations précipitées de PDG qui ont eu lieu ces derniers temps aux États-Unis démontrent que les conseils d'administration peuvent jouer un rôle dans le contrôle de l'entreprise. Cependant, le fait que ces révocations aient eu lieu, pour la plupart, des années après que les problèmes ne se soient déclarés dans l'entreprise, et seulement après la perte de plusieurs milliards de dollars en

réglementation du Stock Exchange, n'incite pas les entreprises anglaises et américaines à le faire). D'un autre côté, à la différence des États-Unis et de la Grande-Bretagne, en Allemagne les actionnaires peuvent agir d'une manière concertée. De plus, en Allemagne c'est lorsque la part de l'actionnaire dépasse les 25%, qu'elle doit être dévoilée, aux États-Unis et en Grande-Bretagne le seuil est de 5%. Il serait donc plus facile pour un prédateur d'accumuler en Allemagne de larges parts d'une entreprise sans alerter le management en place, que ce ne serait aux États-Unis et en Grande-Bretagne. De plus la loi n'oblige pas à ce qu'une offre soit lancée dès qu'un certain seuil est atteint, à l'inverse de la Grande-Bretagne. En Allemagne les petits porteurs sont généralement moins protégés qu'ils ne le sont aux États-Unis et en Grande-Bretagne.

valeur actionnariale, indique qu'aux Etats Unis le conseil d'administration est un instrument de contrôle émoissant. Par conséquent, on a plus souvent tendance à recourir aux mécanismes externe qu'est l'OPA.

Cela ne signifie pas que les banques et autres institutions financières ne contrôlent pas les entreprises, lorsque la loi les y autorise. Les banques sont des guides précieux pour les sociétés qui déposent leur bilan ou qui restructurent leur dette de manière interne (la législation américaine accorde aux banques une liberté de contrôle plus étendue dès lors que la société a failli au remboursement de ses prêts). Les entreprises américaines qui éprouvent des difficultés financières, adoptent quelques caractéristiques typiques des entreprises allemandes ou japonaises, notamment une forte concentration de la structure de l'actionnariat, la détention concentrée des parts et des créances par les banques et par les institutions financières, et la présence de celles-ci au sein du conseil d'administration. L'amélioration des performances observée dans les entreprises ayant fait l'objet d'opérations à effet de levier (LBO), et qui présentent également quelques unes des caractéristiques énumérées ci-dessus, indique que pour certaines entreprises au moins, les montages du type LBO visant la conservation du contrôle de l'entreprise sont plus efficaces que la forme d'organisation typique qu'on trouve aux Etats Unis (voir Kaplan (1989)).

L'environnement législatif et réglementaire de l'entreprise et des investisseurs étant le même en Grande Bretagne, il n'est pas étonnant que les principaux éléments du *corporate governance* se ressemblent. Dans l'ensemble, les institutions financières gèrent en tant qu'agents une grande partie des actions pour le compte de tiers. Ces agents - sociétés d'investissement à capital variable, fonds de pensions, banques et compagnies d'assurance-vie - sont contraints par les sanctions de portefeuille et de délits d'initiés, de maintenir leurs portefeuilles liquides, en ne prenant que de très petites participations dans plusieurs établissements de nature différente. Par conséquent, la structure du capital est dispersée et le pouvoir des actionnaires affaibli. La part du capital détenu par la direction semble être la même qu'aux États-Unis ; les mécanismes externes de contrôle sont devenus la forme essentielle de surveillance des directions managériales en Angleterre, et les LBO ainsi que les rachats par les salariés semblent aussi fréquents qu'ils le sont aux États-Unis.

Au Japon, la structure du contrôle d'entreprise est liée à la forme de son organisation «keiretsu» selon laquelle une série d'entreprises de différents secteurs industriels sont regroupées autour d'un noyau d'institutions financières. Les établissements non-financiers du groupe ont tendance à entretenir des liens de production croisés et les parts qu'ils détiennent sont petites. Les entreprises empruntent beaucoup, mais pas exclusivement, auprès des institutions financières de keiretsu qui sont elles-mêmes d'im-

portants actionnaires. La structure du capital est assez concentrée, tout comme celle des créances. Les banques sont les actionnaires les plus importants des sociétés et, jusqu'à une période récente, elles étaient leurs seules sources de financement externe. A ce titre, elles occupent une position puissante, et elles influencent le management soit par l'intermédiaire du conseil d'administration soit d'une manière moins officielle par le biais des réunions du « club » du président, soit en contrôlant l'accès aux ressources externes. Les restrictions de la participation des banques aux entreprises témoignent du fait que l'encadrement du crédit a été l'instrument principal du contrôle de l'entreprise. Le marché du contrôle au sein des grandes sociétés est inactif. Les OPA inamicales ou les autres types de transactions inter-entreprises impliquant des changements des dispositifs de contrôle d'entreprise, sont rares. Ceci ne veut pas dire que le remplacement du management réagit rarement aux mauvaises performances, mais simplement qu'il se manifeste par d'autres moyens, tels que la pression exercée par les banques. Par exemple, Kaplan (1993a) observe que la fréquence du remplacement des dirigeants sur l'échantillon des grandes sociétés japonaises et américaines qu'il étudie, manifeste une élasticité parfaite à la mauvaise performance.

138

En Allemagne, le recours au contrôle direct des actionnaires est apparemment encore plus fréquent. La concentration du capital au sein des grandes entreprises est telle qu'elle incite les gros porteurs à participer à la gestion¹⁴. Dans un grand nombre d'entreprises la propriété appartient majoritairement à des particuliers et à des établissements non-financiers. Les banques semblent tout à fait capables de surveiller et d'influencer la gestion des entreprises, surtout celles où la détention du capital est dispersée et où leur contrôle de vote malgré les polémiques quant à leur capacité d'exercer de telles fonctions risque d'être prépondérant. Par rapport aux banques japonaises, la surveillance qu'elles effectuent par l'intermédiaire du contrôle des sources de financement externe semble plus faible puisque les entreprises allemandes ont davantage recours à l'autofinancement. L'utilisation des salaires et des avantages complémentaires pour inciter les dirigeants à maximiser le profit est très courante dans les nombreuses entreprises qui appartiennent à leur dirigeants, et elle l'est moins dans les autres. Dans ce cas, les OPA inamicales sont quasiment inexistantes. Le succès du contrôle d'entreprise allemand semble en gros dépendre de la capacité des actionnaires majoritaires à suivre de près la gestion de l'entreprise.

¹⁴ Cela suppose bien sûr que les personnes qui surveillent doivent aussi maximiser la valeur actionariale, ce qui n'est pas toujours le cas. La question de « qui surveille le surveillant ? » est posée dans la section suivante.

5 - Évaluation de l'efficacité des divers systèmes

Coûts et avantages d'un contrôle effectué directement par les actionnaires par le biais d'une détention concentrée des créances de l'entreprise

L'examen que fait Stiglitz (1985) des principaux moyens de contrôle de la gestion d'entreprise, souligne du point de vue du *corporate governance*, les divers avantages d'un système qui permet aux mêmes agents d'être à la fois créanciers et actionnaires, qui favorise la détention concentrée de créances et de parts de l'entreprise et qui fait des banques les uniques sources de financement externe. Le cadre juridique et réglementaire des économies japonaise et allemande a été favorable à une telle concentration des créances dans les mains d'un groupe restreint d'actionnaires, dans une plus large mesure que les cadres législatifs des États-Unis et de Grande Bretagne. Cela a permis aux banques, surtout au Japon, de contrôler une grande partie du financement externe des sociétés et de jouer un rôle prépondérant dans la surveillance des entreprises. On pourrait donc s'attendre à ce que les modèles japonais et allemands favorisent une forme de *corporate governance* plus efficace qu'aux États-Unis et au Royaume Uni.

Sur ce sujet les travaux de recherche récents nous éclairent. Prowse (1990) considère, par exemple, que la propension qu'ont les institutions financières à acquérir beaucoup de parts et de créances dans une seule et même entreprise, signifie que les problèmes de gestion de la dette sont moindres pour les établissements au Japon, par rapport aux États-Unis où les investisseurs institutionnels n'ont pas le droit de détenir de grosses parts et d'importantes créances dans une seule et même entreprise. Prowse observe également que les taux d'endettement sont plus élevés dans les entreprises japonaises que dans les entreprises américaines, cela est dû en partie aux coûts de gestion d'endettement qui sont moins élevés au Japon. Hoshi et al. (1990a) notent que les entreprises nipponnes appartenant aux Keiretsu sont moins touchées par l'effet de liquidité sur l'investissement, que celles qui n'en sont pas membres. D'habitude les membres de Keiretsu ont des liens très forts avec une banque en particulier, qui à l'instar d'autres sociétés membres du groupe, est un actionnaire majoritaire dans l'entreprise, en même temps qu'elle détient une grande partie de sa dette active. Les auteurs en déduisent que l'appartenance à un groupe et l'établissement de relations privilégiées avec la banque principale du groupe est très important pour atténuer les problèmes d'informations qui sont habituellement associés au financement et au contrôle externe. Lichtenburg et Pushner (1993) démontrent que les institutions financières sont les instruments privilégiés de la surveillance du comportement des sociétés au Japon. Les entreprises nipponnes qui sont majoritairement détenues par

les institutions financières font preuve de niveaux de productivité et de rentabilité supérieurs à ceux des autres sociétés.

Les études réalisées sur le Japon sont plus nombreuses que celles sur l'Allemagne. Cable (1985) était, jusqu'à récemment, le seul à avoir fourni une analyse détaillée, établissant un rapport entre les performances des entreprises allemandes et l'étroitesse de leurs liens avec les banques. Il avait démontré que les banques ont une importance capitale dans le contrôle d'entreprise, et que la rentabilité des grandes entreprises allemandes est une fonction croissante de la proportion des droits de votes contrôlés par les trois grandes banques universelles (Deutsche Bank, Dresder Bank et Commerzbank), ainsi que de la représentation des banques aux conseils d'administration. Il en conclut qu'elles usent de leur influence sur les droits de vote et de leur présence au conseil d'administration pour pousser la direction à maximiser le profit. Elston (1993), dans une étude menée selon le modèle de Hoshi et al. (1990), démontre que les sociétés allemandes ayant des liens privilégiés avec les banques, présentent des fonctions d'investissement qui sont moins sensibles aux contraintes de liquidité que celles entretenant des liens moins étroits. Selon lui, les liens étroits avec les banques contribuent à atténuer les problèmes d'information et d'agence qui sont associés au financement externe¹⁵.

140

Cependant, tout porte à croire que la structure concentrée de la propriété des parts et des créances au Japon et en Allemagne engendre elle aussi des coûts. Il existe manifestement des problèmes d'agence dans les sociétés japonaises. Lichtenberg et Pushner, par exemple, observent que par rapport aux avoirs détenus par les grandes institutions financières, une détention croisée (établissements non-financiers) diminue la rentabilité et la productivité d'une entreprise. Est-ce parce que la détention de capital par les établissements non-financiers tend à isoler et à figer le management actuel, ou plutôt parce que ces établissements usent de leur influence pour transférer les richesses à leur propre compte, au détriment de l'entreprise qu'ils contrôlent? Impossible de trancher. Néanmoins, les auteurs ont

15 Edwards et Fisher (1994) ne partagent pas l'idée que se fait l'opinion générale du rôle des banques allemandes dans le système de corporate governance allemand. Selon eux, les systèmes allemand et japonais ne se ressemblent pas autant qu'on le dit, à savoir que le dispositif principal de contrôle dans l'entreprise qu'est la surveillance exercée directement par les actionnaires, dépend plutôt des importants actionnaires non-financiers que des institutions financières. Les preuves qui ont été avancées pour et contre l'importance accordée au contrôle mené par les banques dans les entreprises allemandes, sont très incomplètes. Ce qu'on peut tout au plus dire aujourd'hui sur ce sujet, c'est qu'il n'est pas évident que les banques, en Allemagne, soient les instruments principaux du corporate governance. La structure, présentée précédemment, de la participation au capital des entreprises allemandes, suggère que les établissements non-financiers ainsi que les individus gros porteurs, risquent tous les deux de jouer un rôle aussi important que celui que jouent les banques.

peut-être ici mis le doigt sur l'une des faiblesses du système japonais. Des recherches sont à entreprendre quant à la question de savoir si ce problème se pose aussi en Allemagne. D'autre part, Hoshi et al. (1990b, 1993) démontrent l'existence de problèmes d'agence au sein des sociétés japonaises, la source du mal étant selon eux l'accès de plus en plus libéralisé au financement non-bancaire. Ils notent qu'en dépit des avantages que leur procurent les relations privilégiées avec les banques (moins de problèmes d'information et moins de contraintes de liquidité), dans les années 80, de nombreuses firmes japonaises ont entrepris de minimiser l'intensité de leurs liens avec les banques, étant donné que la déréglementation leur offrait de nouvelles possibilités de financement externe. Ce sont les sociétés qui n'ont plus trop recours aux prêts bancaires, mais plutôt aux marchés de la dette publique, qui ont intéressé Hoshi et al. Ils observent que les firmes qui fonctionnent bien et qui réalisent d'importants profits, ainsi que les entreprises qui fonctionnent moins bien et dont le capital est détenu en grande partie par les managers, sont celles qui ont le plus brutalement restreint leur recours aux banques. Hoshi et al attribuent cette particularité à la mauvaise volonté du management qui sévit de plus en plus dans les entreprises japonaises. Ceci indique également que le mécanisme du contrôle de l'entreprise au Japon a cessé d'être aussi efficace qu'il ne l'était pendant la période durant laquelle le cadre réglementaire les empêchait d'exploiter les sources de financement non-bancaire.

141

Une autre question que l'on peut se poser au sujet des méthodes japonaises et allemandes de contrôle d'entreprise est : « qui surveille le surveillant ? ». Dans les systèmes où l'on dépend directement des actionnaires et des créanciers, les gros porteurs et les créanciers de référence - les banques et les établissements non-financiers en Allemagne par exemple ou les institutions financières au Japon - jouent un rôle capital. Cependant, comme le font remarquer Edwards et Fisher (1994), c'est souvent le capital de ces mêmes compagnies qui est détenu d'une manière dispersée. Reste à prouver que ces agents visent à maximiser la valeur et à manier le contrôle d'entreprise d'une manière efficace.

Tout porte à croire qu'en ce qui concerne le Japon et l'Allemagne cela risque d'être le sujet d'un important débat. Les banques et les compagnies d'assurance de ces deux pays sont habituellement détenues par de multiples actionnaires. Le problème de « qui surveille le surveillant ? » se pose donc vraiment aux dispositifs de contrôle d'entreprise japonais et allemand. Au bout du compte, on constate que, c'est de faits empiriques dont nous avons le plus besoin, mais que malheureusement quand nous les avons, peu sont récents.

Coûts et avantages des OPA en tant que mécanismes externes du contrôle d'entreprise

Il existe un certain nombre de difficultés qui font que l'OPA n'est pas un mécanisme de contrôle aussi efficace qu'il ne paraît. Le premier problème est celui du passager clandestin. En effet lorsqu'on lance une OPA, si lors de l'arrivée de la nouvelle équipe dirigeante, la valeur de l'offre ne reflète pas l'accroissement de rentabilité attendu, les actionnaires minoritaires de l'entreprise cible ont tendance à ne pas vendre leurs actions. Par contre, quand l'offrant doit payer le prix qui reflète l'accroissement total de la rentabilité, l'achat de l'entreprise ne lui rapporte rien, et par conséquent, il ne lancera pas d'OPA. Le second problème concerne l'impossibilité de maintenir secrète une OPA. Il est coûteux d'entreprendre les recherches nécessaires pour déterminer quelles entreprises sont, compte tenu de leur potentiel de production, insuffisamment performantes. Cependant, une fois que l'étude est effectuée, toute OPA lancée sur la base de cette étude signale immédiatement à la concurrence qu'elle doit concentrer son action sur la société visée. Si les concurrents s'accordent sur l'estimation de l'entreprise-cible faite par l'offrant initial, ils proposeront à leur tour des offres compétitives : ce qui aboutira en fin de compte à annuler les profits escomptés de l'OPA. Toujours est-il que l'offrant initial, qui a dû payer pour déterminer si la cible pouvait être victime d'une OPA profitable, se retrouvera avec un profit négatif et par conséquent, il ne sera pas motivé pour effectuer une telle étude. Ce qui nous conduit à dire que les dirigeants sont souvent bien placés pour mener des actions stratégiques anti-OPA. Cela dit, il faut noter qu'il existe toute une panoplie de mesures anti-OPA : parachutes dorés (*golden parachutes*), pilules empoisonnées, changements de statuts pour rendre les OPA plus coûteuses, et recours aux lois antitrust et aux sanctions de la SEC. Ces sanctions impliquent que l'on passe quelquefois des contrats à long terme avec d'autres partenaires, impliquant de la sorte de graves conséquences en cas de rupture. Bien que ces mesures rendent les OPA inamicales plus coûteuses et donc moins fréquentes, l'expérience des années 80 indique que ce n'est certainement pas suffisant pour les éliminer complètement.

Du point de vue du contrôle d'entreprise, la nature cyclique du marché des OPA est un gros problème. Il y a des périodes où le marché s'effondre, habituellement en périodes de récession, ou quand il est difficile d'obtenir des financements. Dans ces moments, la menace d'une offre publique n'est plus crédible aux yeux de beaucoup de dirigeants d'entreprises et de ce fait ne contribue plus à l'instauration d'une discipline managériale.

Dernièrement il est apparu une autre défaillance du marché du contrôle de l'entreprise : sa vulnérabilité aux forces libérales politiques et réglementaires. A la fin de la décennie 80, toute une série de mesures légales et

réglementaires sont apparues. On pourrait dire que toutes mises l'une à côté de l'autre, elles pourraient représenter une sérieuse entrave aux activités de fusion et d'acquisition¹⁶. Quant à savoir si, compte tenu du niveau actuel de l'économie américaine, le marché du contrôle de l'entreprise se relèvera, est un vrai problème, vu l'environnement de plus en plus réglementé, notamment pour les OPA hostiles.

Mais qu'en est-il de l'influence des OPA sur les résultats de l'entreprise ? Il existe une abondante littérature relative à la performance post-OPA des sociétés américaines et anglaises (voir Jensen (1989) et Palepu (1990)). Selon un consensus général, les actionnaires-cible profitent considérablement des OPA. Ce qui ne signifie pas qu'il n'y ait pas des perdants suite à une OPA, les expériences le prouvent amplement. Tous peuvent être perdants, les porteurs d'obligation, les salariés, la clientèle fidèle et bien évidemment la direction. Mais, même l'addition de toutes leurs pertes ne justifient toujours pas les gains bruts qui reviennent principalement aux actionnaires. Certains chercheurs en ont conclu qu'il s'agit de considérables gains nets qui proviennent de l'amélioration des performances de l'entreprise et d'une meilleure allocation de ses actifs.

Les instruments du contrôle d'entreprise : comparaison des OPA et du contrôle exercé directement par les actionnaires

143

Concernant le maintien d'une discipline managériale, dans quelle mesure le contrôle direct et interne effectué par les partenaires est-il plus efficace que le mécanisme externe de la menace de l'OPA ?

Il est probable que les OPA, méthodes utilisées dans les pays anglo-saxons, soient plus coûteuses que celles de contrôle interne appliquées au Japon et en Allemagne. Par rapport à l'OPA inamicale, la surveillance des actionnaires est une méthode plus longue et plus directe de maintien de la discipline managériale. Etant donné que ces dernières impliquent une multitude de coûts (voir ci-dessus), leur principale utilité réside apparemment dans les cas les plus fameux de management *«tire-aux-flancs»* ou dans le cas d'incompétence grave. De plus, depuis que les OPA sont sensibles aux cycles économiques, il peut y avoir des périodes où cette menace n'est plus dissuasive.

Ces deux systèmes de contrôle semblent susceptibles de venir à bout des cas les plus graves d'indiscipline managériale. Kaplan (1993a, 1993b)

¹⁶ Au mois de septembre 1988, la SEC intenta une action en justice contre Drexel, Burnham Lambert, la banque d'affaires la plus active dans le financement des LBO et des OPA hostiles. Drexel fit faillite suite à l'effondrement des cours du marché des obligations hautement spéculatives, effondrement qui a restreint les offres de telles obligations et qui a également limité leurs ventes aux banques, compagnies d'assurance et caisses d'épargne. Voir Yago (1991) et Carey (1993). De plus, 11 états au moins ont voté des lois anti-OPA. Voir Jensen (1989).

montre qu'aux Etats-Unis, au Japon et en Allemagne la stabilité du management est sensible aux indicateurs de mauvaises performances. Comme nous l'avons déjà vu, il apparaît que les deux systèmes entraînent certains coûts. Si au Japon et en Allemagne, le contrôle exercé par les institutions financières ne représente pas de problème majeur d'incitations, il semblerait que les coûts de contrôle de la direction soient quelque peu inférieurs aux coûts générés dans les autres pays par la menace d'OPA. Ceci peut s'illustrer par les préférences dont les institutions financières et autres investisseurs aux Etats-Unis ont fait preuve. Dans les limites de ce que permet la loi, quelques entreprises américaines ont adopté les mêmes caractéristiques que certaines entreprises japonaises. L'histoire confirme d'ailleurs la préférence pour ces types de dispositifs de contrôle. Avant la réforme du système financier dans les années 30, les banques de Wall Street, telles que J.P.Morgan étaient directement impliquées dans le pilotage et la gestion des entreprises cotées. Elles détenaient une grande partie de leurs engagements financiers, elles siégeaient au conseil d'administration et surveillaient de près les performances de la direction (voir De Long (1990)). Pourtant, elles ont cessé d'exercer leurs activités lorsque celles-ci ont été proscrites par les *Securities laws* entrées en vigueur dans les années 30.

144

La concurrence entre l'environnement législatif et l'environnement réglementaire

Une question importante est celle de la validité des cadres légaux et réglementaires qui renforcent le système du *corporate governance* face aux innovations financières et aux pressions nationales et internationales en faveur d'une réforme du système financier. Les systèmes de législation et de réglementation impliquent des coûts économiques et politiques qui pour la plupart ont peu à voir avec le mécanisme de contrôle d'entreprise qu'ils soutiennent. Ces coûts peuvent bien sûr évoluer avec le temps, en fonction des changements de comportement des personnes intéressées, des innovations financières et d'autres développements du marché. Si ces coûts s'avèrent trop importants, les autorités s'efforceront de modifier les lois et les réglementations. Au fur et à mesure que l'environnement légal et réglementaire change, les mécanismes de contrôle d'entreprise se transforment vraisemblablement eux aussi.

C'est au Japon que s'illustre le mieux ce phénomène. Depuis les années 70, sous la pression nationale et internationale en faveur d'une réforme de système financier, la structure légale et réglementaire du système financier japonais évolue lentement. Du point de vue du contrôle d'entreprise la suppression progressive et continue des sanctions pesant sur le financement non-bancaire est l'aspect le plus important de la

déréglementation japonaise. Rosenbluth (1988) soutient que la réglementation rigoureuse de la finance d'entreprise en faveur des prêts bancaires, celle-là même qui caractérisa le paysage financier nippon jusqu'au début des années 80, s'avéra indéfendable face à la concurrence croissante des Eurofinancements et face à la baisse de la rentabilité des prêts bancaires intérieurs, suite à la suppression du contrôle des taux d'intérêt. Aujourd'hui il est évident que les liens entre les banques et les grandes sociétés, lesquelles ont désormais facilement accès aux Eurofinancements, au grandissant marché obligataire national, ces liens se détériorent considérablement par suite de cette déréglementation (voir Hoshi et al. (1993) et Kester (1991)). Ce que cela implique pour les mécanismes de contrôle d'entreprise mis en oeuvre au Japon, n'est pas clair. Cela peut signifier que les banques et les autres institutions financières, ayant perdu de leur ascendant sur les sociétés par le biais de l'encadrement du crédit, risquent dorénavant de s'appuyer davantage sur leur pouvoir d'actionnaires référentiels. Si la réglementation actuelle des placements en actions dans les entreprises apparaît comme trop restrictive, l'OPA peut devenir une mesure de plus en plus fréquente pour discipliner l'équipe managériale. De quelque manière qu'évolueront les méthodes de contrôle d'entreprise au Japon, il est certain que des changements interviendront par rapport au régime précédent. Il est assez curieux de voir le cadre législatif et réglementaire nippon, que l'on a cru favorable à un mécanisme de contrôle d'entreprise moins onéreux que celui des pays anglo-saxons, générer globalement des coûts plus élevés, et par conséquent amener à une réforme qui le touche de fond en comble.

145

Le cadre législatif et réglementaire allemand manifeste lui aussi de récents signes de changements. La compétition avec Londres pour le titre de la première place financière d'Europe, fait que beaucoup de sanctions pesant sur le contrôle d'entreprise ont dû tomber (voir le rapport mensuel de la Bundesbank, mars 1992). De plus, les réformes prévues par la CEE entraîneront d'autres changements dans la structure législative et réglementaire allemande. Une fois encore nous ignorons dans quel sens les méthodes de contrôle d'entreprise vont évoluer. Cependant, il est certain que les conséquences ne seront pas les mêmes en Allemagne et au Japon. Etant donné que le contrôle d'entreprise en Allemagne, a été fondé plutôt sur le contrôle direct des actionnaires et sur celui des banques par le biais du système de vote par procuration, que sur la surveillance bancaire par l'intermédiaire de l'encadrement du crédit, le dispositif actuel de *corporate governance* semble plus imperméable aux changements à venir¹⁷ du

¹⁷ Les réformes prévues par la CEE ne semblent pas empêcher les établissements non-financiers et les individus, de détenir de larges parts du capital d'une entreprise, et elles ne semblent pas non plus empêcher les banques d'exercer le droit de vote sur les nombreuses actions qu'elles détiennent en dépôt.

système financier. Si c'est le cas, le système de contrôle d'entreprise allemand pourrait s'avérer, à long terme, plus viable que le système nippon.

Les systèmes financiers anglais et américain ont également évolué, mais plus lentement que dans les deux pays précédents. Aux États-Unis, la réglementation limitant la participation des institutions financières dans les sociétés a été très vivement critiquée, accusée de diminuer l'efficacité du mécanisme de contrôle d'entreprise. Des lois contraignant le pouvoir de l'actionnaire comme celles de la SEC ont déjà été atténuées en permettant à quelques investisseurs de respirer un peu. Néanmoins, il ressort de l'existence d'une variété de lois soutenant le système américain de contrôle d'entreprise (sanctions limitant le portefeuille des institutions financières, sanctions fiscales, lois anti-monopole, et aussi les lois boursières) que tout changement, si changement il y a, sera plutôt évolutionniste que révolutionnaire.

Il semble, comme nous l'avons vu ci-dessus, que certains systèmes de contrôle d'entreprise ne sont simplement pas viables à long terme. L'expérience japonaise indique en particulier que les mécanismes fondés sur la restriction de l'accès au crédit, risquent d'être spécialement sujets à changement. Le degré d'imperméabilité des structures législatives et réglementaires des autres pays aux innovations financières et autres pressions pour une réforme, reste à définir. A la vue de l'érosion (très progressive) des sanctions pesant sur la participation des gros porteurs en Amérique, le cadre législatif et réglementaire évolutif allemand, qui semble combiner facilité d'accès aux marchés des obligations et traditionnelle absence de sanctions pour les actionnaires, risque d'être à long terme le plus viable des systèmes, et celui vers lequel tous les pays devraient évoluer.

146

6 - Conclusion

La phrase qui résume d'une manière opportune les implications contenues dans l'analyse ci-dessus serait : «laissez le marché décider». Dans chacun des quatre pays, le système de contrôle d'entreprise a évolué en fonction de diverses sanctions légales et réglementaires, du comportement des entreprises et des investisseurs. Aux États-Unis et en Angleterre, les mesures limitant la participation au capital des entreprises, telles que la réglementation du portefeuille des institutions financières, du délit d'initié et des lois antitrust, ont fait qu'il était nécessaire de s'appuyer sur des mesures de contrôle d'entreprise autres que la surveillance directe des actionnaires et des banques. Au Japon et en Allemagne, les sanctions pesant sur le financement non-bancaire, ont engendré des marchés de titres qui ne sont pas liquides et qui ont obligé les investisseurs institutionnels à supporter des coûts de transaction plus élevés.

On fait ici référence à des marchés qui ont également ralenti la réaffectation du capital entre les secteurs à croissance lente et rapide, et à des marchés qui ont accru les coûts de diversification. Chacun des pays concernés peut tirer parti d'un cadre réglementaire qui permette aux forces du marché de déterminer la méthode optimale de contrôle d'entreprise applicable dans le cas de telle ou telle autre entreprise. Dans le cas des Etats-Unis et de la Grande Bretagne, cela reviendrait à atténuer les contraintes qui pèsent actuellement sur la participation des actionnaires importants dans les entreprises. Au Japon et en Allemagne, c'est ce qu'on est déjà en train de faire, c'est à dire ouvrir les marchés de titres. Les mêmes leçons s'appliquent aussi aux autres marchés. Bien sûr, il risque d'y avoir des domaines pour lesquels le développement des marchés de titres liquides sera problématique si on permet en même temps aux investisseurs d'acquérir de larges parts des entreprises et donc de les contrôler (la réglementation des délits d'initiés, par exemple). Sur ce point les autorités financières devront faire des compromis d'un côté ou de l'autre.

A quoi ressemblerait un système optimal de *corporate governance* qui évoluerait dans un cadre réglementaire combinant la facilité d'accès au marché obligataire des pays anglo-saxons avec la faible réglementation de la participation au capital des sociétés qui caractérise le Japon et l'Allemagne ? C'est une question difficile puisque depuis environ un siècle, un tel système n'a existé dans aucun des pays concernés. Il y a peut-être une réponse à cette question en se référant à l'expérience des Etats-Unis au début du XXe siècle, lorsque l'accès aux financements non-bancaires était quasiment libre, les marchés obligataires accessibles et la répartition des capitaux permanents (et donc du pouvoir des actionnaires) peu réglementée. Dans un tel système, il est vraisemblable que certaines entreprises régleraient mieux leurs problèmes de gestion en ayant recours au contrôle des actionnaires référentiels. Inversement d'autres entreprises régleraient mieux leurs difficultés en s'appuyant sur une «marchéisation» du contrôle. Déterminer quand et pourquoi une telle situation survient, est un sujet digne d'une analyse spécifique de cette période de l'histoire financière des Etats-Unis.

Les leçons s'appliquant aux pays industrialisés peuvent également servir, de manière différente, aux pays de l'Europe de l'Est. Pour ces pays, il peut y avoir trois leçons à tirer de cet article :

- premièrement, les pouvoirs publics peuvent choisir le système de contrôle d'entreprise en choisissant le cadre législatif et réglementaire du pays ;
- deuxièmement, les conditions actuelles dans les pays de l'Est indiquent que les bénéfices générés par des marchés de titres liquides sont loin d'être atteints. Ce qui peut freiner le plus l'implantation d'un système

de *corporate governance*, c'est que l'on ne sait rien de la viabilité financière des entreprises fraîchement privatisées et qu'elles n'ont pas de capital humain capable d'évaluer une telle information. Ceci implique d'office un système de contrôle qui n'utilise pas de telles ressources. Il semble donc que le système de contrôle par les actionnaires soit approprié, au sens où seules les banques devront connaître dans la mesure du possible, les perspectives de l'entreprise. Un système reposant principalement sur les OPA sollicite beaucoup d'informations, collectées aussi bien par de nombreuses personnes extérieures que par beaucoup d'experts capables d'évaluer l'information des personnes tels que les dénichéurs d'actions (*stock pickers*), les évaluateurs d'obligations (*bond raters*) et les raiders potentiels. Par ailleurs, un tel système nécessite des marchés de capitaux très liquides et très sophistiqués. Il est clair que dans les pays de l'Est, l'infrastructure nécessaire au bon fonctionnement d'un tel système manque aujourd'hui. Il semble qu'ils aient besoin d'un contrôle direct exercé par un actionnaire de l'entreprise. Que les banques d'Etat de l'Europe de l'Est aient le savoir requis et le pouvoir de jouer le rôle d'un actionnaire majoritaire et de propriétaire de l'entreprise, c'est une autre question. Les pouvoirs publics devraient faire particulièrement attention aux problèmes que pose la double casquette des banques, qui détiennent et contrôlent les entreprises. Les pouvoirs publics doivent donc principalement s'assurer que ceux qui dirigent les banques sont compétents et que leurs motivations sont bonnes (voir Dithus et Prowse (1994) pour une argumentation contre l'attribution d'un rôle majeur aux banques en Europe de l'Est) ;

— troisièmement, les pouvoirs publics devraient prendre conscience du fait que le cadre législatif et réglementaire qui sous-tend le système de contrôle d'entreprise risque de ne pas être viable à long terme et que dans les années qui suivront ils devront peut être envisager la transition vers un nouveau cadre légal, tout comme le fait le Japon aujourd'hui. Mais peut-être que d'ici là, nous aurons une vision plus claire de ce que seront, les mécanismes optimaux du contrôle d'entreprise, dans un cadre réglementaire plus neutre.

TABLEAU 1
 CONTRAINTES LEGALES ET REGLEMENTAIRES DU CONTROLE DE L'ENTREPRISE

Institution	Etats-Unis	Grande-Bretagne	Japon	Allemagne
Banques	Participation au capital de l'entreprise interdite ou nécessite l'approbation préalable de la Réserve Fédérale. Participation doit être " passive ". Source: Glass-Steagall and BHC Act.	La Banque d'Angleterre peut dissuader la participation pour des raisons prudentielles. Les règles d'adéquation du capital dissuadent la détention d'importantes parts. Auto-limitations des capitaux de l'entreprise investis dans une société X ren raison d'une contrainte de liquidité.	Avant 1987 les banques pouvaient détenir jusqu'à 10% du capital d'une entreprise. Depuis 1987 elles peuvent en détenir 5% au maximum. Source: Anti-Monopoly Act	Pas de restrictions, mis à part quelques généreuses règles prudentielles.
Compagnies d'assurance vie	Peuvent détenir jusqu'à 2% des titres du capital d'une compagnie. Peuvent détenir jusqu'à 20% de leurs actifs en titres de participation. Source: NY Insurance Law		Peuvent détenir jusqu'à 10% du capital d'une entreprise Source: Anti-Monopoly Act	Peuvent détenir jusqu'à 20% des actions du capital de l'entreprise. Source: Insurance Law
Autres assureurs	Le contrôle d'une compagnie de " non-assurance " est interdit Source: NY Insurance Law			Pas de restrictions
SICAV	Pénalités fiscales et restrictions réglementaires si la participation au capital de l'entreprise dépasse les 10%. Source: Investment Company Act, IRS.	Ne peuvent détenir d'importantes parts dans les entreprises. Source: Financial Services Act, 1986	Pas de restrictions	Pas de restrictions
Fonds de pensions	Doivent se diversifier. Source: ERISA.	Auto-limitations des capitaux de l'entreprise investis dans une société X résultant d'un besoin de liquidité.	Pas de restrictions	Pas de restrictions
Général	Divulgateion publique obligatoire pour participation de 5%. Lois anti-trust interdisent les retenues d'information de la hiérarchie. Réglementation du délit d'initié dissuade la participation active. Le créancier dirigeant une entreprise est passible de subordination des ses prêts. Source: Bankruptcy case law	Réglementation du délit d'initié dissuade les gros porteurs d'exercer un contrôle. Source: Insider Dealing Act.		Notification réglementaire obligatoire pour une participation de 25%.

Sources: Pour les Etats-Unis, Roe (1990); pour les autres pays, diverses sources nationales.

TABLEAU 2
 ACTIONS ORDINAIRES EN 1990
 POURCENTAGE DES ACTIONS EN CIRCULATION

	Etats-Unis	Grande-Bretagne	Japon	Allemagne
Toutes sociétés confondues	44.5	62.9	72.9	64.0
Institutions financières	30.4	52.8	48.0	22.0
Banques	0	4.3	18.9	10.0
Compagnies d'assurance	4.6		19.6	
Fonds de pensions	20.1	48.5	9.5	12.0
Autres	5.7			
Etablissements non-financiers	14.1	0.1	24.9	42.0
Particuliers	50.2	28.0	22.4	17.0
Etrangers	5.4	6.5	4.0	14.0
Gouvernement	0	2.5	0.7	5.0 ^a

TABLEAU 3
 ACCÈS DES ÉTABLISSEMENTS NON-FINANCIERS AU FINANCEMENT
 NON-BANCAIRE : CONTRAINTES LÉGALES ET RÉGLEMENTAIRES

	Japon	Allemagne
Papier commercial	Emission interdite jusqu'en novembre 1987	Emission freinée jusqu'en 1992 par la procédure d'autorisation d'émettre et par les impôts sur le revenu des valeurs mobilières
Obligations du pays respectif	Jusqu'en 1987, les émissions d'obligations simples et convertibles sont soumises à de strictes réglementations	Emission freinée jusqu'en 1992 par la procédure d'autorisation d'émettre et par les impôts sur le revenu des valeurs mobilières
Euro-obligations	Jusqu'en 1982: délai d'un 1 an pour approbation d'émissions d'obligations sur les marchés étrangers	Jusqu'en 1989 l'émission sur les marchés étrangers nécessitait une notification préalable des autorités et son échéance était sujette à limitations
Capitaux propres	Jusqu'en 1988 lourde taxation des transactions de capitaux propres	Les nouvelles obligations doivent prioritairement être proposées aux anciens actionnaires. Jusqu'en 1992: 1% d'impôt sur les sociétés sur toutes les émissions de capital. Transactions sur le marché secondaire des titres de 0,1 à 0,25%, titres qui supportent l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières. Impôt de 1% sur les avoirs nets de l'entreprise, payable sans tenir compte du bénéfice net.

150

Sources: International Financial Law Review (1990), Takeda et Turner (1992).

TABLEAU 4
CAPITALISATION BOURSIÈRE DES ACTIONS EN POURCENTAGE DU
PNB EN 1985

	Etats-Unis	Grande Bretagne	Japon	Allemagne
Non-ajustée	51	90	71	29
Ajustée	48	81	37	14

Note: Dette sur le marché du crédit n'inclut pas la dette commerciale. La dette intermédiée correspond aux prêts accordés par les intermédiaires financiers. Les titres comprennent les papiers commerciaux, et autres obligations et traites à courte et longue échéance.
Sources: Borio (1990) et données nationales.

TABLEAU 5
ENDETTEMENT DES SOCIÉTÉS SUR LE MARCHÉ DU CRÉDIT
(POURCENTAGE) EN 1985

151

	Etats-Unis	Grande bretagne	Japon	Allemagne
Dette intermédiée	45	77	91	94
dont :				
par les banques	36	69		88
par les marchés financiers (titres)	55	23	9	6

Note: Dette sur le marché du crédit n'inclut pas la dette commerciale. La dette intermédiée correspond aux prêts accordés par les intermédiaires financiers. Les titres comprennent les papiers commerciaux, et autres obligations et traites à courte et longue échéance.
Sources: Borio (1990) et données nationales.

TABLEAU 6
FINANCEMENT BRUT DES ÉTABLISSEMENTS NON-FINANCIERS EN
POURCENTAGE DU FINANCEMENT TOTAL BRUT

	1970-85		
	Grande-Bretagne	Japon	Allemagne
Autofinancement	68	52	76
Financement externe :	32	48	24
- Dette intermédiée	19	41	21
- Titres	13	7	3
	1986-90		
	Grande-Bretagne	Japon	Allemagne
Autofinancement	50	54	78
Financement externe	50	46	22
- Dette intermédiée	35	32	18
- Titres	15	14	4

Note: Le financement brut total n'inclus pas le financement sur le marché du crédit ni sur les marchés étrangers. La dette intermédiée correspond aux prêts accordés par les institutions financières. Les titres comprennent des obligations et traites à courte et longue échéance, et des titres publics.

Sources: OCDE Financial Statistics, chap. III et des données nationales.

152

TABLEAU 7
STRUCTURE CONCENTRÉE DE L'ACTIONNARIAT DES ÉTABLISSEMENTS NON-FINANCIERS
Pourcentage des actions disponibles et détenues par les 5 plus grands actionnaires.

	Etats-Unis	Grande-Bretagne	Japon	Allemagne
Moyenne	25.4	20.9	33.1	41.5
Mediane	20.9	15.1	29.7	37.0
Ecart type	16.0	16.0	13.8	14.51
Minimum	1.3	5.0	10.9	15.0
Maximum	87.1	87.7	85.0	89.6
Fréquence des actionnaires majoritaires ¹	10.8	9.8	8.4	25.1

¹Nombre de sociétés détenues par un actionnaire majoritaire, en pourcentage de la totalité des sociétés de l'échantillon.

Echantillons : Etats-Unis : 457 établissements non-financiers en 1980.

Grande-Bretagne : 85 sociétés industrielles en 1984.

Japon : 143 sociétés industrielles et minières en 1984.

Allemagne : 41 établissements non-financiers en 1990.

Sources : Pour les Etats-Unis et le Japon, Prowse (1992); pour la Grande Bretagne, estimations de l'auteur à partir des données de Collett and Yarrow (1976); pour l'Allemagne, Prowse (1993).

TABEAU 8
COMPARAISONS INTERNATIONALES DE LA STRUCTURE DES CONSEILS D' ADMINISTRATION DES ÉTABLISSEMENTS NON-FINANCIERS

	Etats-Unis	Grande-Bretagne	Japon	Allemagne*
Nomination du conseil	PDG	PDG	PDG	50% élu par actionnaires, le restant par les employés. Le PDG ne peut en faire partie.
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'information	Les dirigeants	Les dirigeants	Les dirigeants et informellement les membres du " club " du président.	Les dirigeants
Ratio : administrateurs-opérationnels/ ensemble des administrateurs	Elevé	Elevé	Elevé	0
Présence d'actionnaires importants	Rarement	Rarement	Parfois	Toujours
Présence de banques	Rarement	Rarement	Parfois	Toujours

* AG de plus de 2000 employés.

TABEAU 9
 OPA HOSTILES ET LBO EN POURCENTAGE DE LA TOTALITÉ DES TRANSACTIONS INITIÉS ENTRE 1985 ET 1989

	Etats-Unis	Grande Bretagne	Reste de l'Europe
OPA hostiles	17.8	37.1	9.6
LBO	20.0	5.9	2.7

Notes: Les offres hostiles sont des offres qui sont lancées malgré le désaccord de la direction en place.
 Les données comprennent les transactions achevées et annulées.

Sources: Securities Data Corporation, Mergers and Corporate Transactions database.

TABLEAU 10
 IMPORTANCE DES DIVERS DISPOSITIFS DE CONTRÔLE D'ENTREPRISE MIS EN OEUVRE DANS LES GRANDS ÉTABLISSEMENTS
 NON-FINANCIERS

Dispositifs	Etats-Unis	Grande Bretagne	Japon	Allemagne
Indépendance du conseil/ pouvoir sur les dirigeants	Petite	Petite	Officiellement petite. Plus grande influence par le biais des réunions du " club " du Président.	La plus grande
Importance de la relation rémunération/ performance dans la rémunération pour les hauts dirigeants.	Petite	Inconnue probablement très petite	Moindre	Importante pour les sociétés dont le dirigeant est aussi actionnaire.
Contrôle exercé par les actionnaires des institutions financières	Petit	Petit	Substantiel	Moyen
Contrôle exercé par les actionnaires des établissements non-financiers.	Petit	Petit	Moyen	Substantiel
Contrôle exercé par les actionnaires individuels.	Petit	Petit	Petit	important pour les sociétés dont le dirigeant est aussi actionnaire.
Fréquence des OPA hostiles	Fréquente	Fréquente	Pratiquement non-existant	Pratiquement non-existante

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Anderson, G., (1984) : « Corporate directors in Japan », *Harvard Business Review*, May-June.
- Beiter, J., (1991) : « The Japanese market for corporate control », *Salomon Center Occasional Paper*, n° 10.
- Berle, A.A. and Means G.C. (1932) : « The modern corporation and private property », Transaction Publishers, New Brunswick, New Jersey, (1991).
- Bhide, A. (1993) : « Structures of financial intermediation, corporate finance and central banking », unpublished manuscript.
- Borio, J.R. (1990) : « Leverage and financing of nonfinancial companies : An international perspective », *Bis Economic Papers*, n° 95.
- The Cadbury Committee (1993) : *The Financial Aspects of Corporate Governance*, HMSO, London.
- Carey, M., Prowse, S., Rea, J. and Udell, G.F. (1993) : « The economics of the private placement market », *Board of Governors of the Federal Reserve System Staff Study*, n° 166.
- Coase, R.H. (1937) : « The nature of the firm », *Economica*, November.
- Collett, D. and G.K. Yarrow (1976) : « The size distribution of large shareholdings in some leading British companies », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 38, pp. 249-264.
- 156 De Long, B. (1990) : « Did J.P. Morgan's men add value ? », *NBER Working Paper*, n° 3461.
- Deutsche Bundesbank (1991a) : *Banking Act of the Federal Republic of Germany*, Frankfurt.
- Deutsche Bundesbank (1991b) : « The significance of shares as financing instruments », *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, October.
- Deutsche Bundesbank (1992) : « Financial Center Germany », *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, March.
- Döser, W. and Christian Brodersen (1990) : « A guide to the Law on Issuing Securities in Germany », *International Financial Law Review Special Supplement*.
- Ditus, P. and S.D. Prowse (1994) : « Corporate control in central Europe and Russia : Should banks own shares ? », unpublished manuscript.
- Edwards, J. and K. Fischer (1993) : *Banks, Finance and Investment in Germany*, Cambridge University Press (forthcoming).
- Elston, J.A. (1993), « Firm ownership structure and investment : theory and evidence from German panel data », unpublished manuscript.
- Franks, J. and C. Mayer (1990) : « Capital markets and corporate control : a study of France, Germany and the U.K. », *Economic Policy*, 11, pp. 191-231.
- Franks, J. and C. Mayer (1993) : « German capital markets, corporate control and the obstacles to hostile takeovers : Lessons from 3 case studies », *London Business School Working Paper*.
- Gessler Commission (1979) : *Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft*, Schriftenreihe des Bundesministeriums der Finanzen, 28.

- Holderness, C.G. and D.P. Sheehan (1988) : « The role of majority shareholders in publicly held corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 317-346.
- Hoshi, T., Kashyap, A. and D. Scharfstein (1990a) : « Bank monitoring and investment : evidence from the changing structure of Japanese corporate banking relationships », in R. Glenn Hubbard (ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, University of Chicago Press.
- Hoshi, T., Kashyap, A. and D. Scharfstein (1990b) : « The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n° 1, pp. 67-88.
- Hoshi, T., Kashyap, A. and D. Scharfstein (1993) : « The choice between public and private debt : An analysis of post-deregulation corporate financing in Japan », unpublished manuscript.
- Jensen, M.C. and J.B. Warner (1988) : « The distribution of power among corporate managers, shareholders and directors », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1, pp. 3-24.
- Jensen, M.C. (1989) : « The eclipse of the public corporation », *Harvard Business Review*.
- Jensen, M.C. and K.J. Murphy (1990) : « Performance pay and top management incentives », *Journal of Political Economy*, vol. 90, n° 2, pp. 225-264.
- Kaplan, S. (1989) : « The effects of management buyouts on operating performance and value », *Journal of Financial Economics*, vol. 24, n° 2, pp. 217-254.
- Kaplan, S. (1993a) : « Top executive rewards and firm performance. A comparison of Japan and the U.S. », *University of Chicago Working Paper*.
- Kaplan, S. (1993b) : « Top executives, management turnover and firm performance in Germany », *University of Chicago Working Paper*.
- Kester, W. Carl (1991) : *Japanese Takeovers : The Global Quest for Corporate Control*, Boston, Harvard Business School Press.
- Lichtenberg, F. and G. Pushner (1992) : « Ownership structure and corporate performance in Japan », NBER Working Paper, 4092.
- Mace, M.L. (1971) : *Directors, myth and reality*, Harvard Business School Press, Boston, MA.
- Mayer, C. (1988) : « New issues in corporate finance », *European Economic Review*, vol. 32, pp 1167-1189.
- Mayer, C. (1990) : « Financial systems, corporate finance, and economic development », in R. Glenn Hubbard (ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, University of Chicago Press.
- Mayer, C. and Ian Alexander (1990) : « Banks and securities markets : corporate financing in Germany and the United Kingdom », *Journal of the Japanese and International Economics*, n° 4.
- Minns, C. (1980) : *Pension Funds and British Capitalism*, Heineman.
- Morck, R., Schleifer, A. and R. Vishny (1988a) : « Management ownership and market valuation : an empirical analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293-315.
- Morck, R., Schleifer, A. and R.W. Vishny (1988b) : « Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers », in Aman J. Auerbach (ed.), *Corporate Takeovers : Causes and Consequences*, University of Chicago Press.

- Papelu, K. (1990) : « Consequences of leveraged buyouts », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n° 1, pp. 247-262.
- Pfeiffer, H. (1989) : « BASF und die Deutsche Bank-Eine Fallstudie zum bankeneinfluss in der wirtschaft », *WSI-Mitteilungen* 42, pp. 9-16.
- Prowse, S.D. (1990) : « Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan », *Journal of Financial Economic*, vol. 27, n° 1, pp. 43-66.
- Prowse, S.D. (1991) : « The changing role of institutional investors in the financial and governance markets », in A. Samez (ed.), *Institutional Investing : The Challenges and Responsibilities of the 21st Century*, (NYU Salomon Center).
- Prowse, S.D. (1992) : « The structure of corporate ownership in Japan », *Journal of Finance*, vol. 47, n° 3, pp. 1121-1140.
- Prowse, S.D. (1993) : « The structure of corporate ownership in Germany », unpublished working paper.
- Prowse, S.D. (1994) : Corporate governance in an international perspective : A survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, United Kingdom, Japan and Germany, *BIS Economic Paper*, 41, July, Basle.
- Purrucker, M. (1983) : *Bank in der kartellrechtlichen fusionskontrolle*, Berlin.
- Roe, M.J. (1990) : « Political and legal restraints on ownership and control of public companies », *Journal of Finance Economic*, vol. 2, n° 1, pp. 7-43.
- Roe, Mark J. (1993) : « Some differences in corporate structure in Germany, Japan, and America », *Yale Law Journal*, vol. 102, n° 8, June.
- Rosenbluth, F. (1988) : *Financial politics in contemporary Japan*, Cornell University Press.
- Santomero, A.M. and H. Langhor, (1985) : « The extent of equity investment by European banks », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17, n° 2, pp. 243-252.
- Stiglitz, J.E. (1985) : « Credit markets and the control of capital », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17, n° 2, pp. 133-152.
- Sylla, R. and G.D. Smith (1993) : « The transformation of financial capitalism : An essay on the history of American capital markets », *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 2, n° 2.
- Takeda, M. and P. Turner (1992) : « The liberalisation of Japan's financial markets : some major themes », *BIS Economic Papers*, n° 34.
- Weisbach, M.S. (1988) : « Outside directors and CEO turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 431-460.
- Yago, G. (1991) : « The credit crunch : A regulatory squeeze on growth capital », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 4, n° 1, pp. 96-100.