

GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE ET INNOVATION

MARIANNE RUBINSTEIN*

Dans la période récente, le gouvernement d'entreprise est souvent présenté comme un déterminant central de la performance des firmes et de la compétitivité des nations. Dans le même temps, les théories de la croissance endogène ont mis en évidence, dans la lignée de Schumpeter (1911), le rôle de l'innovation comme une des forces motrices de la croissance. Dès lors, définir les principes de gouvernement d'entreprise susceptibles de stimuler l'innovation devient un enjeu majeur.

La littérature sur le gouvernement d'entreprise s'intéresse à la répartition des pouvoirs au sein de l'entreprise. Dans ce cadre, les tentatives pour définir de « bons principes » mêlent, souvent de manière peu explicite, deux niveaux analytiques distincts : le niveau organisationnel et le niveau institutionnel. Selon North, les institutions sont définies comme un ensemble de règles, plus ou moins formelles¹. Dès lors, « Institutions are the rules of the game ; organisations are the players. The latter are made up of groups of individuals bound together by some common objective » (North, 1994).

Notre approche, dans cette étude, consiste à distinguer ces deux niveaux d'analyse pour clarifier le lien entre gouvernement d'entreprise et innovation. C'est pourquoi, dans une première partie, nous tenterons d'explicitier le lien entre gouvernement d'entreprise et innovation au niveau organisationnel, en distinguant le modèle *shareholder* et le modèle *stakeholder*. Dans une deuxième partie, nous nous situerons au niveau institutionnel, en opposant dans leur relation à l'innovation les systèmes *insider* et *outsider* de gouvernement d'entreprise.

* Université Paris VII et CEPN (rubinste@ccr.jussieu.fr).

Cette étude a été réalisée dans le cadre de l'étude « Corporate governance and sectoral systems » du TSER (Target Socio-Economic Research) « Sectoral System of Innovation » (CCE-DG XII) coordonné par Franco Malerba (Université Bocconi, Milan). L'auteur remercie Alice Amsden, Benjamin Coriat, Giovanni Dosi, Patrice Geoffron, Takashi Hikino, franco Malerba et Olivier Weinstein pour leurs commentaires et critiques. L'auteur reste seul responsable des imperfections qui subsistent.

*LE PROCESSUS D'INNOVATION
SE SITUE AU NIVEAU DE LA FIRME*

Deux modèles organisationnels distincts...

On trouve deux modèles alternatifs dans la littérature sur le gouvernement d'entreprise : le modèle *shareholder* et le modèle *stakeholder*. Selon le modèle *shareholder*, la firme est responsable uniquement vis-à-vis de ses actionnaires. À l'inverse, le modèle *stakeholder* défend une vision de l'entreprise dans laquelle d'autres parties prenantes (les employés, les sous-traitants, les clients, l'environnement proche de l'entreprise...) sont en droit de demander des comptes à l'entreprise.

Le modèle shareholder

Dans le modèle *shareholder*, l'objectif à atteindre est la maximisation de la valeur actionnariale. Dans ce contexte, la séparation de la propriété et du pouvoir pose le problème de la divergence d'intérêt entre les actionnaires et les managers. Il s'agit alors, par l'incitation et le contrôle, de faire coïncider les intérêts des managers avec ceux des actionnaires (stock-options, Leverage-Buy-Out, sanctions liées aux résultats...) C'est pourquoi « corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment residual » (Shleifer and Vishny, 1997, p. 737).

La théorie de l'agence et la théorie des contrats incomplets constituent le support théorique de cette vision de la firme.

Pour la théorie de l'agence, les investisseurs (le principal) engagent des managers (l'agent) pour gérer les firmes. Conformément à la théorie des contrats, chaque partie a intérêt à l'échange puisque les investisseurs ont besoin du capital humain incorporé dans les managers et ces derniers des capitaux détenus par les investisseurs. Mais leurs intérêts diffèrent et les contrats doivent être libellés de telle manière qu'ils rendent compatibles l'intérêt du manager avec celui de l'actionnaire. Néanmoins, la théorie de l'agence ne donne aucun caractère d'exception à cette relation entre l'investisseur et le manager puisque la firme, considérée comme « a nexus of contracts » est le lieu de multiples relations d'agence (managers/salariés, donneur d'ordre/sous-traitant, créateur/manager...).

La théorie des contrats incomplets légitime avec plus de force la recherche exclusive de la maximisation de la valeur actionnariale en montrant que sous l'hypothèse d'incomplétude des contrats, l'apporteur de capitaux est « créancier résiduel » sans exercer l'intégralité des droits de contrôle résiduels. L'impossibilité de déterminer des contrats complets conduit à définir des « structures de gouvernance [qui] peuvent être vues comme un mécanisme pour prendre les décisions qui n'ont pas été spécifiées dans le contrat initial » (Hart, 1995, p. 680). La question cen-

trale est celle de la distribution des droits de contrôle résiduels (i.e des droits de prise de décision dans toutes les situations non définies contractuellement, Grossman et Hart, 1986 ; Hart et Moore, 1990). Il existe deux solutions : soit ces droits sont distribués aux apporteurs de capitaux, mais, dans ce cas, les managers deviennent inutiles. Soit les managers sont titulaires d'une partie de ces droits et dans ce cas, les actionnaires supportent seuls le risque - ils sont créanciers résiduels, à la différence par exemple des salariés dont les salaires sont fixés *ex ante* ou des détenteurs de titres de dette dont l'échéancier est connu - mais ne possèdent pas l'intégralité des droits de contrôle résiduels. Cette situation spécifique vis-à-vis du risque légitime que leur intérêt (la maximisation de la valeur actionnariale) soit défendu à titre exclusif.

La notion d'efficacité retenue ici se borne en général aux frontières de l'entreprise². L'inefficacité résulte des coûts supplémentaires (coûts d'incitation et de contrôle subis par les actionnaires, coûts d'obligation subis par le manager, coûts d'opportunité), inexistants si les managers étaient confondus avec les propriétaires de l'entreprise. De ce point de vue, la théorie de l'agence et la théorie des contrats incomplets ne se situent pas sur le même plan : la première met en évidence les inefficacités résultant de l'apparition d'une classe de managers non propriétaires alors que la seconde légitime la recherche d'un objectif unique, la maximisation de la valeur actionnariale.

7

Le modèle stakeholder

En opposition au modèle *shareholder* de maximisation de la valeur actionnariale, le modèle *stakeholder* défend l'idée selon laquelle l'entreprise doit avoir comme objectif la défense de l'intérêt de l'ensemble des *stakeholders* (même s'il n'existe pas de consensus ensuite sur l'identité des *stakeholders*; cf. Mitchell, Agle et Wood, 1997³).

Berle et Means (1932) font figure de précurseurs de cette vision *stakeholder*. Ils défendent une vision de l'entreprise dans laquelle « the owners of passive property, by surrendering control and responsibility over the active property, have surrendered the right that the corporation should be operated in their sole interest - they have released the community from the obligation to protect them to the full extent implied in the strict doctrine of strict property rights » (p. 312) Néanmoins : « eliminating the sole interest of the passive owner, however, does not necessarily lay a basis for the alternative claim that the new powers should be used in the interest of the controlling groups » (p. 312).

Divers travaux ont tenté de démontrer la supériorité du modèle *stakeholder* sur le modèle *shareholder*. Selon Donaldson et Preston (1995), ces travaux peuvent être classés en trois catégories, qui correspondent à trois critères de supériorité. Celle-ci peut être définie en termes de réa-

lisme descriptif (le modèle *stakeholder* est supérieur au modèle *shareholder* car il décrit mieux le fonctionnement réel des entreprises), en termes éthiques (le modèle *stakeholder* est supérieur au modèle *shareholder* car il tient compte des intérêts légitimes de toutes les parties prenantes et non des seuls actionnaires). Enfin, la justification instrumentale pose que le modèle *stakeholder* est supérieur au modèle *shareholder* car il permet aux firmes d'améliorer leurs performances économiques. Cette dernière justification - qui porte sur l'efficacité économique relative des deux modèles - nous intéresse ici plus particulièrement.

Ainsi, Margaret Blair (1995) se réfère à la théorie des coûts de transaction pour démontrer qu'un management de type *stakeholder* permet de réaliser de meilleures performances économiques. Sa démonstration tient en deux étapes :

- dans les firmes modernes, le développement des actifs humains spécifiques est stratégique dans la mesure où « much of the wealth - generating capacity of most modern firms is based on the skills and knowledge of the employees and the ability of the organization as a whole to put those skills to work for customers and clients » (p. 231) ;

- l'existence de tels actifs spécifiques peut conduire à des comportements opportunistes (Williamson, 1975, 1985 ; Klein, Crawford et Alchian, 1978). Or, la solution de l'intégration verticale (Williamson, 1981) est peu adaptée au cas d'actifs humains spécifiques. En revanche, la prise en compte de l'intérêt des salariés dans les objectifs de la firme - et donc l'adoption d'un management de type *stakeholder* - permet de prévenir pour partie les comportements opportunistes et donc le sous-investissement en capital humain spécifique.

Un management de type *stakeholder* permet donc de passer à une solution « gagnant-gagnant » et donc d'accroître l'efficacité des firmes.

On retrouve le même type de raisonnement chez Jones (1995) qui se réfère dans sa démonstration à la fois à la théorie de l'agence, des coûts de transaction et du travail en équipe (Alchian et Demsetz, 1972). Sur la base d'une matrice des paiements d'un « dilemme du prisonnier », Jones tente de montrer qu'un management de type *stakeholder* permet d'atteindre la solution coopérative, c'est-à-dire l'optimum d'une telle matrice. Jones justifie ce résultat par le fait qu'un management de type *stakeholder*, en améliorant la confiance et la coopération dans l'entreprise, permet de réduire les coûts d'agence, de transaction et de situations de passager clandestin.

... Et leurs effets sur l'innovation

Ces deux modèles ont une vision adaptative de la firme, qui ne tient pas compte du processus d'innovation

Comme on l'a vu, ces deux modèles reposent sur des fondements théoriques semblables : principalement, la théorie de l'agence, la théorie des coûts de transaction et des contrats incomplets. Or, comme le montrent Dosi et Marengo (1999), ces théories adoptent une vision adaptative de la firme : « in the orthodox agency theory (OA) and in the transaction cost economics (TCE) « utopia », the implicit ceteris paribus assumption is that organisations naturally possess, in its « optimal » form, the knowledge required to carry out such complex tasks and, moreover, that this optimal knowledge in itself is independent of the actual organisational structure. The members of the « utopian » organisation depicted by OA and TCE are not actually engaged in acquiring and implementing the knowledge necessary to do the complex things actual organisations do, but are only engaged in playing among themselves a devious game of cheating, hiding, double crossing... » (p.4).

Les modèles *shareholder* et *stakeholder* partagent un autre point commun en ce sens qu'ils constituent, l'un et l'autre, une critique de la vision chandlerienne de l'entreprise. Selon Chandler, l'efficacité du capitalisme managérial résidait en partie dans la constitution d'une classe de managers, plus compétente que les détenteurs de capital dans un modèle de séparation propriété/contrôle mais aussi que les propriétaires d'entreprises familiales, dans l'incapacité de développer des savoirs multiples, à la fois sur les marchés, la technologie, les modes de financement... La question centrale était alors d'identifier les formes d'organisation favorisant l'accumulation des compétences (Chandler, 1992). À l'inverse, la littérature sur le gouvernement d'entreprise dénie le rôle des compétences accumulées par les managers sur l'efficacité des firmes, pour mettre l'accent sur les problèmes de conflits d'intérêt, d'asymétries informationnelles et les comportements opportunistes qui en résultent (Hikino, 1997).

Dans le modèle *shareholder*, les managers ont une information parfaite sur les différents projets d'investissement de l'entreprise. Leur décision de promouvoir l'un ou l'autre dépend de la compatibilité de ces projets avec leur propre intérêt. Pour illustrer ce point, Shleifer et Vishny (1989) suggèrent que les managers sur-investissent dans des actifs spécifiques, compatibles avec leurs propres compétences, ce qui rend plus coûteux leur remplacement. Ce type de sur-investissement rend par ailleurs le contrôle externe plus difficile (Zeckhauser et Pound, 1990).

En affirmant qu'un management de type *stakeholder* permet d'éviter le sous-investissement en capital humain spécifique à la firme, Blair (1995) fait l'hypothèse implicite qu'il existe un niveau optimal déjà connu d'investissement en capital humain. L'analyse de Blair, en se focalisant sur le capital humain spécifique à la firme comme dimension principale de la création de richesse (p. 233) ignore la dynamique du processus

d'innovation dans la mesure où le capital humain spécifique peut alternativement stimuler la performance ou au contraire la freiner en conduisant au report d'innovations pouvant dévaloriser cet actif. En outre, en soutenant les revendications d'acteurs ayant parfois cessé de contribuer à la création de richesse, le modèle *stakeholder* a parfois davantage le caractère d'une théorie de la répartition des revenus au sein de la firme que d'une théorie de la création de richesses (O'Sullivan, 1998). Dans le même ordre d'idées, la matrice du prisonnier présentée par Jones (1995) fait l'hypothèse implicite que la solution optimale est déjà connue, même si l'opportunisme des agents conduit à s'en écarter.

Néanmoins, leur incapacité à analyser le processus d'innovation ne signifie pas que ces deux modèles sont neutres quant à leur effet sur l'innovation

Rares sont les travaux de recherche traitant de cet aspect. Lazonick et O'Sullivan (1998) distinguent deux facteurs-clés de la capacité innovatrice de la firme, *l'engagement financier* et *l'intégration organisationnelle* :

- il y a *engagement financier* lorsque les apporteurs de capitaux engagent leurs fonds en toute connaissance des problèmes et des potentialités de la stratégie d'innovation, ou font confiance aux managers détenteurs de cette connaissance ;

10

- il y a *intégration organisationnelle* lorsque l'entreprise intègre en son sein un système de formation. Ce système permet de créer les compétences contribuant au processus d'innovation et inclut aussi les incitations permettant à ces compétences de rester dans la firme, donc de ne pas être vendues sur le marché du travail.

Selon Lazonick et O'Sullivan (1998), la promotion de l'intérêt des seuls actionnaires dans le modèle *shareholder* ne permet pas de stimuler le processus d'innovation dans la mesure où la recherche de la liquidité des actifs par les actionnaires est incompatible avec l'engagement financier. D'ailleurs, poursuivent-ils, l'objectif des marchés financiers n'a jamais été de financer l'innovation mais de fournir de la liquidité aux apporteurs de capitaux ou de transformer des investissements initialement peu liquides en droits de propriété négociables sur les marchés financiers. Lazonick et O'Sullivan (1998) opposent le système germano-japonnais et le système anglo-américain. Par exemple, au Japon, les industries de l'acier, de l'électronique grand public et de l'automobile ont développé une intégration organisationnelle y compris au niveau des ateliers (cf. la hiérarchie par grades, Aoki, 1988) et ont bénéficié d'un engagement financier via le système de la banque principale. Cela leur a permis d'obtenir un avantage compétitif sur les mêmes industries aux États-Unis. En revanche, dans les secteurs industriels comme la pharmacie et la chimie, secteurs où l'innovation repose uniquement sur les choix stratégiques des managers, les firmes américaines, et leur réseau de

liens en matière de R&D avec les universités américaines, continuent d'être *leaders* du secteur.

Selon ces auteurs, les *insiders* ont une bonne connaissance des problèmes et potentialités du processus d'innovation et sont seuls en mesure de contrôler la stratégie de la firme en la matière. Les *outsiders* doivent donc déléguer leur pouvoir aux *insiders* : « direct intervention by outsiders to the learning process, be they financial shareholders or policy makers, in the strategic decisions that shape the experience of insiders is likely to undermine innovative success » (p. 54).

Lazonick et O'Sullivan critiquent le postulat de légitimité et d'efficacité du modèle *shareholder*. D'une part, la légitimité des droits de l'actionnaire est remise en cause : « given their quest for liquidity, of all the stakeholders in the modern industrial corporation, shareholders are the ones with the least stake in a particular company as an ongoing entity because, via the stock market, shareholders have the easiest conditions for exit of any stakeholders » (p. 58). D'autre part, les *insiders*, seuls capables de décider de la stratégie innovatrice, ne doivent pas être détournés de cette stratégie par les intérêts à court terme des actionnaires. Au contraire, cette stratégie innovatrice doit pouvoir s'appuyer sur un engagement financier de long terme.

En matière d'innovation, le modèle *stakeholder* serait donc supérieur au modèle *shareholder* puisqu'il permet non seulement de promouvoir l'intégration organisationnelle (par exemple, le système de hiérarchie par grades au Japon) mais aussi, dès lors qu'il est encadré par un système institutionnel de gouvernement d'entreprise de type *insider* (cf. infra, deuxième partie), de favoriser l'engagement financier.

Cette approche pose néanmoins deux problèmes :

- d'une part, en ce qu'elle dénie la possibilité de comportement opportuniste des *managers*, à l'encontre des approches traditionnelles de la gouvernance d'entreprise. Leur vision de l'entreprise met exclusivement l'accent sur les compétences accumulées (intégration organisationnelle), négligeant la possibilité de conflits d'intérêt et les problèmes d'incitation et de contrôle qui en résultent ;
- par ailleurs, si les deux éléments-clés du processus d'innovation (l'intégration organisationnelle et de l'engagement financier) sont effectivement utilisés pour expliquer les succès japonais, ils apparaissent singulièrement absents pour expliquer les succès américains dans la pharmacie et la chimie. Faut-il en conclure que ces deux éléments ne sont finalement pas déterminants dans tous les secteurs ?

Au total, ces différents éléments de réponse rendent perplexe quant à l'existence d'un modèle organisationnel optimal pour stimuler l'innovation et nous conduisent, dans un deuxième temps, à privilégier une approche institutionnelle.

*LE PROCESSUS D'INNOVATION EST DÉTERMINÉ
PAR LE CADRE INSTITUTIONNEL*

Deux cadres institutionnels de gouvernement d'entreprise...

Cette seconde typologie s'intéresse au jeu d'institutions constituant un système de gouvernement d'entreprise. Elle repose sur la distinction entre le système *outsider* ou *market based* d'un côté, le système *insider* ou *blockholder* de l'autre.

Rappelons que les traits distinctifs du système *outsider/market-based* sont les suivants :

- une structure du capital dominée par une grande dispersion de la propriété et des droits de vote (tableau n°1), dispersion contrôlée, voire exigée par la loi (par exemple, le Glass-Steagall Act américain) et dans laquelle les investisseurs institutionnels sont souvent présents (en particulier les fonds de pension, tableau n°2) ;
- une forte protection juridique des actionnaires ;
- des exigences de transparence de l'information.

Dans une telle configuration, le conflit majeur réside entre les actionnaires et les *managers (strong manager-weak shareholders* pour reprendre le titre de l'ouvrage de Roe, 1994), justifiant précisément la forte protection juridique des actionnaires et les exigences de transparence de l'information.

12

Tableau n°1
Concentration des droits de vote des sociétés cotées :
taille du premier détenteur de droits de vote (%)

	Nombre d'entreprises	Mediane des droits détenus par le premier détenteur de droits de vote	Moyenne des droits détenus par le premier détenteur de droits de vote
Autriche	50	52,0	54,1
Belgique	121	50,6	41,2
	BEL20	45,1	38,3
France	CAC40	20,0	29,4
Allemagne	374	52,1	49,1
	DAX30	11,0	17,3
Italie	216	54,5	48,0
Pays-Bas	137	43,5	42,3
Espagne	193	34,2	40,1
Royaume-Uni	250	9,9	14,4
États-Unis :			
NYSE	1309	0*	3,6
NASDAQ	2831	0*	3,4

*0 signifie au-dessous des 5 %, seuil à partir duquel l'information est publique.

Note : les chiffres du DAX30 allemand et du CAC40 français sont atypiques. Ils ne sont pas significatifs de la structure des droits de vote de leurs pays respectifs, notamment du fait d'exigences spécifiques en matière de liquidité adressées aux entreprises faisant partie de ces deux indices.

Source : Maher et Andersson (1999), Becht et Roell (1999), études du European Corporate Governance Network.

Tableau n°2
Structure du capital par origine institutionnelle

	US (1996)	Japon (1994)	Allemagne (1996)	France (1994)	RU (1994)	Italie (1994)	Suède (1996)	Australie (1996)	Corée (1996)
Secteur financier	46	44	30	8	68	8	30	37	26
<i>incluant :</i>									
- Banques et autres institutions financières	7	28*	10	4	10	5	1	4	12
- Compagnies d'assurance et fonds de pension	28	16*	12	2	50	3	14	25	6
- Fonds d'investissement	12	-	8	2	8	-	15	8	8
	54	56	70	92	32	92	70	63	74
Secteur non financier	-	24	42	58	1	25	11	11	21
<i>incluant :</i>									
- Entreprises non financières	49	24	15	19	21	50	19	20	34
- Particuliers	-	1	4	4	1	8	8	-	7
- Autorités publiques	5	7	9	11	9	9	32	32	12
- Étranger	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Total									

% en fin d'année excepté pour l'Australie où les chiffres sont de septembre 1996.

* Au Japon, les fonds de pension sont gérés à la fois par les banques (*trust bank*) et par les compagnies d'assurance. Les chiffres présentés sont une estimation de cette répartition.

Note : Du fait des arrondis, le total n'est pas toujours égal à 100.

Source : Maher et Andersson (1999) et Études Économiques de l'OCDE.

13

À l'inverse, les traits distinctifs du système *insider/blockholder* sont les suivants :

- une structure du capital dominée par une grande concentration de la propriété ou des droits de vote dans les mains d'un petit groupe d'investisseurs (tableau n°1), souvent constitué d'autres firmes comme dans le cas des participations croisées, des banques, des holdings familiaux... (tableau n°2) ;
- une faible protection juridique des investisseurs minoritaires ;
- de faibles exigences de transparence de l'information.

Bien évidemment, le conflit principal se situe dans ce cas entre les actionnaires majoritaires et minoritaires (Shleifer et Vishny, 1997). En pratique, il est fréquent d'observer qu'un niveau plus élevé de contrôle par les actionnaires majoritaires va de pair avec le versement d'avantages plus que proportionnels à leur contribution au capital.

Du fait de l'absence de preuve empirique quant à la supériorité de tel ou tel système de gouvernement d'entreprise, deux points de vue principaux sont généralement développés :

- le premier point de vue fait l'hypothèse d'une compétitivité égale des deux systèmes résultant d'un équilibre entre les avantages et désavantages de chacun d'eux. Ce premier point de vue se divise ensuite en deux attitudes distinctes selon que les attributs des deux systèmes sont supposés séparables (et dans ce cas, il s'agit de déterminer un système hybride, qui totaliserait les avantages des deux) ou inséparables (cf. Bratton et McCahery, 1999). Dans cette seconde alternative, il est avancé par exemple que le contrôle effectué par les actionnaires dans le système *insider* a un coût en termes de liquidité (marchés financiers moins profonds, moindre diversification du portefeuille, plus faibles droits des actionnaires) et inversement, la liquidité dans le système *outsider* a un coût en termes de faiblesse de contrôle actif de la part des actionnaires ;

- le second point de vue fait l'hypothèse que les meilleurs principes de gouvernement d'entreprise sont ceux incorporés dans l'économie qui enregistre les meilleures performances économiques. Cela a conduit à un grand nombre de travaux sur l'avantage compétitif du système germano-japon de gouvernement d'entreprise dans les années 1980, puis, à l'inverse, sur celui du système anglo-américain dans les années 1990.

14

Enfin, il est important de conserver une certaine réserve quant à la pertinence d'une vision excessivement statique de la distribution géographique de ces deux systèmes. La France était le pays du G7 où la concentration de l'actionnariat était la plus importante (OCDE, 1997), concentration encore renforcée par l'existence de participations croisées et par la faible transparence des pratiques de gouvernement d'entreprise. On constate cependant une évolution du système français de gouvernement d'entreprise sous la pression de divers éléments (Morin, 1998) : tout d'abord, la présence croissante des investisseurs institutionnels étrangers dans le capital des firmes françaises, notamment depuis 1995, date de la fin des restrictions sur l'investissement direct étranger ; ensuite, les faibles taux de profitabilité des entreprises françaises (OCDE, 1997) et la faible liquidité de leurs actifs. De ce point de vue, le second rapport Viénot (1999) peut être considéré comme l'expression de la demande des grandes entreprises privées d'un système intégrant davantage d'éléments du système *outsider*. Enfin, le législateur a introduit par la loi sur les Nouvelles régulations économiques (NRE) du 2 mai 2001 deux points centraux dans les systèmes *outsider*. D'une part, la possibilité de dissocier les fonctions de président et de directeur général au sein du Conseil d'administration⁴. D'autre part, l'obligation de fournir une information nominative sur les rémunérations et les *stock-options* des dirigeants de l'entreprise⁵.

...et leurs effets sur l'innovation

Deux thématiques traitent, plus ou moins directement, de l'effet des systèmes de gouvernement d'entreprise sur la dynamique d'innovation. Il s'agit de l'argument de courttermisme et de la relation entre structure de gouvernance et structure de l'innovation et des investissements en R&D.

L'argument courttermiste

Le processus d'innovation est incertain et peut nécessiter un engagement financier à long terme, qu'il soit ou non couronné de succès. Or, divers travaux ont mis l'accent sur le caractère courttermiste du système américain de gouvernement d'entreprise.

Le premier argument avancé dans ce sens s'appuie sur la typologie standard des modes de financement (Rybczynski, 1974). Il concerne le coût du capital, supposé plus élevé aux États-Unis, comparé à son niveau au Japon et en Allemagne dans les années 1980 (McCauley and Zimmer, 1989). Or, plus le coût du capital est élevé, plus le rendement de l'investissement doit être élevé. Un coût du capital élevé peut donc réduire l'horizon temporel des investisseurs dans la mesure où ils sont réticents à financer des investissements dont le rendement, incertain, est encore affaibli par une échéance trop lointaine. Le courttermisme auquel il est fait implicitement référence ici n'est pas, à proprement parler, un biais. Un coût du capital plus élevé nécessite un retour sur investissement plus élevé, ce qui disqualifie de fait les projets dont la réalisation est lointaine, même en supposant que tous les investisseurs ont le même taux de préférence pour le présent. Quoi qu'il en soit, il semble que cet argument ait perdu de sa pertinence à partir des années 1990 du fait d'une harmonisation internationale du coût du capital.

Un autre argument quant au courttermisme du système américain de gouvernement d'entreprise fait l'hypothèse de « myopie » des marchés financiers. Les promoteurs de cette vision arguent en effet que les prix du marché ne reflètent pas la véritable valeur des projets d'investissement. Sans généralement remettre en cause le bien-fondé du modèle *shareholder*, ils avancent que la maximisation de l'intérêt des actionnaires n'est pas toujours confondue avec celle du prix des actions. En effet, le marché sous-estimerait systématiquement certains types d'investissement de long terme, en particulier les investissements en R&D. Dans ce contexte, les *managers*, s'ils veulent se prémunir contre le risque de prises de contrôle hostiles, doivent se garder de ces investissements, au détriment de l'intérêt à long terme de l'entreprise. Un certain nombre d'études empiriques a tenté de vérifier la pertinence de cet argument. Dans la plupart des cas, ces études évaluent l'impact sur le prix des actions d'annonces d'investissement en capital ou en R&D (cf. notam-

ment McConnell et Muscarella, 1985 ; Jarrell et Lehn, 1985 ; Woolridge, 1988). Ces études mettent plutôt en évidence l'absence de réactions hostiles des investisseurs aux dépenses de R&D. En outre, March (1990) montre que les marchés financiers ne discriminent pas négativement les entreprises dont les dépenses de R&D sont supérieures à la moyenne. Chan et *al.* (1990) suggèrent que la réaction des marchés dépend largement du potentiel technologique du secteur et Hall et Hall (1993) mettent en évidence des cas de surévaluation d'entreprises dont les projets sont jugés bons par les marchés financiers⁶. Au-delà de l'affaiblissement de l'argument du courttermisme, ces études suggèrent que les marchés financiers ne sont pas efficaces. Ainsi, Hansen et Hill (1991) mettent en évidence une relation positive, quoique faible, entre les dépenses en R&D et la présence de certains types d'investisseurs (ici, les investisseurs institutionnels) dans le capital de la firme.

Un dernier argument, en partie lié au précédent, concerne le courttermisme des investisseurs institutionnels. Recherchant la liquidité plutôt que l'engagement à long terme avec les entreprises, les investisseurs institutionnels privilégieraient, en cas de rendement insuffisant, la solution de l'*exit*. Leurs décisions d'achat ou de vente reposeraient sur un certain nombre d'indicateurs simplifiés, cette simplification étant extrême en cas de gestion indicielle (Jeffers et Plihon, 1999). Néanmoins, dans la mesure où les phénomènes mimétiques conduisent les marchés financiers à s'écarter dans un sens ou dans l'autre de leur valeur fondamentale du fait de conventions partagées par un grand nombre d'agents (Orléan, 1999), le comportement des investisseurs institutionnels n'implique en rien un éventuel sous-investissement en matière de projets d'innovation. En effet, la recherche de la maximisation de la valeur boursière du titre peut conduire alternativement les investisseurs institutionnels à favoriser le sur-investissement ou le sous-investissement dans certains projets d'investissement ou de R&D⁷. Cela dépendra des conventions partagées par les agents sur les marchés financiers, répercutées sur les dirigeants de l'entreprise, soucieux de conserver ces investisseurs dans le capital.

Ainsi, si l'on peut faire l'hypothèse que l'intermédiation de marché conduit les investisseurs institutionnels à avoir un taux de préférence pour le présent plus élevé que d'autres types d'investisseurs⁸, cela n'a pas nécessairement d'effet négatif sur l'innovation.

Structure de gouvernance et structure des investissements

Enfin, dans quelle mesure les systèmes de gouvernance peuvent-ils influencer sur la structure des investissements d'une économie ? Nous distinguerons successivement les investissements en capital humain puis les investissements en capital physique et en R&D.

En matière de capital humain, Chandler (1990) insiste sur les effets bénéfiques, en termes de compétences accumulées des managers, de la transformation d'entreprises individuelles en entreprises avec séparation de la propriété et du contrôle. Cette transformation permet non seulement d'obtenir le capital suffisant pour bénéficier des économies d'échelle, mais fournit aussi l'incitation à investir dans des compétences managériales qui seront valorisées au sein de l'entreprise. Plus récemment, Blair (1995) et Acs et *al.* (1996) mettent l'accent sur le sous-investissement en capital humain résultant d'une trop faible prise en compte des intérêts des salariés dans l'entreprise, sous-investissement pouvant conduire à un ralentissement de l'innovation, en particulier l'innovation incrémentale.

En matière de capital fixe et d'investissement en R&D, la littérature théorique et les travaux empiriques (tableau n°3) soulignent le fait que le capital-risque combiné à un marché actif des valeurs technologiques comme le Nasdaq est une solution appropriée au financement des investissements risqués et fortement innovants, le financement bancaire étant davantage compatible avec des investissements plus traditionnels.

Sur le plan théorique, les arguments sont bien connus : Shleifer et Vishny (1997) mettent l'accent sur le rôle du financement par actions pour promouvoir l'innovation dans le cas de jeunes firmes ou de firmes plus établies mais dont les actifs sont intangibles, « Equity is the most suitable financing tool when debt contracts are difficult to enforce, i.e. when no specific collateral can be used to back credit and when near-term cash flows are insufficient to service debt payments. Young firms, and firms with intangible assets, may need to be equity financed simply because their assets have little or no liquidation value » (p. 765). En outre, les actionnaires pouvant diversifier davantage leur portefeuille que les banques, ils peuvent, toute chose égale par ailleurs, supporter des projets plus risqués, ce qui favorise l'innovation. Myers (1977) met en évidence le fait que les crédateurs, à la différence des actionnaires, peuvent refuser un bon projet d'investissement risqué parce qu'ils ne supportent que le coût du risque, sans en avoir les bénéfices. Williamson (1988) explique que le choix du mode de financement dépend de la spécificité des actifs : la dette convient aux actifs redéployables, l'émission d'actions aux actifs spécifiques.

Les travaux empiriques (tableau n°3) mettent en évidence un niveau plus élevé de formation de capital fixe et un niveau plus faible d'investissement en R&D dans les systèmes *insider* (Japon, Europe continentale), comparé aux systèmes *outsider* (États-Unis, Grande-Bretagne). Dans le même esprit, Carlin et Mayer (1999) analysent la manière dont la structure de gouvernance influe sur le taux de croissance, d'investissement en R&D et en capital fixe. Ils montrent, sur données sectorielles, que l'in-

vestissement en R&D est plus élevé dans les secteurs à capital humain élevé et fortement dépendants du financement par actions. En outre, les pays bénéficiant d'une bonne transparence de l'information favorisent ce type d'investissement. Dans le même ordre d'idées, Mayer (2000) note que les firmes cotées en Grande-Bretagne sont concentrées dans des secteurs plus intensifs en R&D que les firmes de même taille mais non cotées. Néanmoins, certaines études sectorielles ne vérifient pas toujours ces résultats : ainsi, dans le secteur de la pharmacie, les grandes firmes européennes du secteur gardent des profils très variés en matière de gouvernement d'entreprise. Ces profils sont d'ailleurs compatibles avec les typologies nationales : les firmes anglaises témoignent d'un système *outsider* (dispersion du capital, transparence de l'information, présence de comités d'audit, de rémunération...) alors que les firmes allemandes sont plus proches d'un système *insider*, les firmes françaises occupant une position intermédiaire. Pourtant, en dépit de cette hétérogénéité, le montant des investissements en R&D (en pourcentage du chiffre d'affaires) est étonnamment homogène (Rubinstein, 2001). À l'inverse, dans le secteur des télécommunications, on assiste à une forte homogénéisation des pratiques de gouvernement d'entreprise vers un système *outsider*, sous la pression des marchés financiers fortement sollicités pour financer l'introduction du nouveau standard UMTS (Geoffron, 2001).

18

Tableau n°3
Ratios de formation brute en capital fixe sur valeur ajoutée (1970-1990)
et R&D sur valeur ajoutée (1973-1994)

FBCF/VA (1970-1990)		R&D/VA (1973-1994)	
Finlande	0,198	États-Unis	0,079
Japon	0,194	Suède	0,071
Norvège	0,189	Royaume-Uni	0,055
Italie	0,174	Japon	0,054
Pays-Bas	0,169	Allemagne	0,052
Canada	0,162	Pays-Bas	0,051
Suède	0,159	France	0,051
Danemark	0,153	Norvège	0,038
France	0,148	Finlande	0,033
Australie	0,131	Danemark	0,031
Royaume-Uni	0,124	Canada	0,027
Allemagne	0,121	Italie	0,021
États-Unis	0,113	Australie	0,020
Espagne	0,077	Espagne	0,010

Source : Carlin et Mayer (1999), base de données OCDE.

Sur la base de ces arguments théoriques et empiriques, l'Union européenne a souhaité encourager l'innovation en favorisant le développement conjoint de sociétés de capital-risque (en 1998, l'investissement en capital-risque était pratiquement deux fois plus élevé aux États-Unis, 11,4 milliards de \$, qu'en Europe, 6,2 milliards de \$⁹) et de marchés des valeurs de croissance, à l'instar du Nasdaq¹⁰.

Pour expliciter l'effet du gouvernement d'entreprise sur l'innovation, il est nécessaire, à notre sens, de distinguer deux niveaux d'analyse, le niveau organisationnel et le niveau institutionnel. Au niveau organisationnel, on a montré que les modèles *shareholder* et *stakeholder* s'appuient sur des constructions théoriques de la firme dans lesquelles le processus d'innovation est absent. À l'inverse, les visions de la firme intégrant ce processus (notamment, les théories de la firme basées sur la compétence, cf. Dosi et Marengo, 1999) ne s'intéressent pas aux problèmes de comportement opportuniste et de distribution du pouvoir au sein des firmes. Le niveau institutionnel apparaît plus pertinent pour traiter du lien entre gouvernement d'entreprise et innovation. Deux débats distincts traitent, de manière plus ou moins frontale, de cette question : le débat sur le courttermisme du système *outsider* d'une part, le débat sur les effets de l'adoption de tel ou tel système de gouvernance sur la structure des investissements d'autre part. Nous avons tenté de montrer ici que l'argument de courttermisme était infondé, à la fois d'un point de vue théorique et empirique. À l'inverse, l'hypothèse d'une influence de la structure de gouvernance sur la structure de l'investissement, et notamment sur la répartition entre investissement de R&D et investissement en capital fixe, nous semble être une piste féconde, déjà partiellement démontrée par divers travaux. L'effet du gouvernement d'entreprise ne serait alors pas neutre en ce sens qu'il contribue à déterminer la structure productive, influençant en ce sens la croissance à long terme (en particulier, selon que cette structure favorise ou non les externalités positives)

Au total, si les principes de gouvernance sont souvent présentés, dans la dernière décennie, comme un élément déterminant de la performance des firmes et de l'avantage compétitif des nations, les tentatives d'explicitation de ces liens restent encore rares et parcellaires (cf. aussi Rubinstein et Weinstein, 2001), comme on l'a vu ici dans le cas de l'innovation. Il reste donc beaucoup à faire, à la fois d'un point de vue empirique et théorique, pour mieux expliciter la nature et l'ampleur des effets du gouvernement d'entreprise sur le dynamisme de nos économies.

NOTES

1. « Institutions consist of formal rules, informal constraints (norms of behavior, conventions, and self-imposed codes of conduct) and the enforcement characteristics of both ». D. C. North, « Institutional change : a framework of analysis », papier de travail, Washington University, St Louis, non daté, p. 2.
2. Sauf à faire l'hypothèse que les conditions d'existence et d'unicité de l'équilibre général soient réunies et qu'il s'agisse alors d'établir chez les managers un objectif de maximisation du profit (confondu ici avec la maximisation de la valeur actionnariale). Dans ce cas, le premier théorème de l'économie du bien-être pourrait s'appliquer.
3. Par exemple, les *stakeholders* sont définis selon Clarkson (1998) comme « those persons or interests that have a stake, something to gain or lose as a result of its activities ». Freeman et Reed (1983) adoptent une définition plus large en posant que les *stakeholders* sont des groupes d'individus qui peuvent affecter ou être affectés par les objectifs de l'entreprise. Pour Mitchell, Agle and Wood (1997), ils possèdent au moins un de ces trois attributs : le pouvoir, la légitimité et l'urgence.
4. Au Royaume-Uni, cette dissociation des fonctions de président et directeur général a été recommandée par le rapport Cadbury (1992) puis de manière plus nuancée par le rapport Hampel. Cette séparation est aujourd'hui appliquée par près de 90 % des sociétés cotées britanniques, les autres étant appelées à justifier publiquement les raisons pour lesquelles elles ont maintenu le cumul des fonctions. Ces différents rapports écartent par ailleurs le système Conseil de surveillance et Directoire, séparation qui existe de droit en Allemagne et aux Pays-Bas. La situation française est originale en ce qu'elle est la seule à offrir la possibilité de choix entre la formule unitaire (Conseil d'administration) et la structure duale (Conseil de surveillance et Directoire) à toutes les sociétés. Mais jusqu'à l'adoption de la loi sur les NRE, la loi française ne permettait pas, dans le cas de la structure unitaire de dissocier les fonctions de président et de directeur général.
5. Notons néanmoins que cette obligation est limitée aux mandataires sociaux et ne concerne donc pas les salariés les mieux payés de l'entreprise.
6. De ce point de vue, l'envol du prix des actifs sur les marchés des valeurs technologiques à la fin des années 1990 puis leur chute brutale à partir de l'année 2000 peuvent constituer, de notre point de vue, une illustration d'un phénomène de sur-ajustement des prix sur les marchés financiers quant à l'évaluation des projets d'investissement, que ce soit dans un sens ou dans l'autre.
7. Par exemple, la présence des investisseurs institutionnels dans le capital des grandes firmes pharmaceutiques ne paraît pas avoir été un frein à leur stratégie d'innovation via l'acquisition de *start up* de la génomique. Au contraire, les firmes américaines et britanniques sont apparues beaucoup plus actives en matière d'acquisitions de ces petites entités, ou d'accords de coopération avec celles-ci.
8. Cela est probablement d'autant plus vrai quand les investisseurs institutionnels pratiquent la gestion déléguée. Dans ce cas, en confiant les fonds à un gestionnaire externe par contrat renouvelable à court terme, ils obligent ce dernier à obtenir des résultats suffisamment probants pour être renouvelé dans son contrat.
9. cf. Dubocage 1999.
10. Cela s'est traduit par la création en février 1996 du Nouveau Marché français, du *Neuer Market* allemand en mars 1997, de l'EASDAQ dans l'Union européenne en octobre 1996.

BIBLIOGRAPHIE

- ACS, Z. GERLOWSKI, D.A. AND FITZROY, F.R. (1996), « Ownership and control », Unpublished paper, St Andrew's University, England.
- AGHION P., DEWATRIPONT M. and REY P. (1997), « Corporate Governance, competition policy and industrial policy », *European Economic Review* 41, 797-805.
- AGHION P. and HOWITT P. (1998), *Endogenous Growth Theories*, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- ALCHIAN A. AND DEMZETZ H. (1972), « Production, information costs and economic organization », *American Economic Review* 69, 777-795.
- AMABLE B., BARRE R. AND BOYER R. (1997), *Les systèmes d'innovation à l'ère de la globalisation*, Paris : Economica.
- AOKI M. (1988), *Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy*, New York, Cambridge University Press.

- AOKI M. (1990), « Toward an economic model of the Japanese firm », *Journal of Economic Literature*, 1.
- AOKI M. AND DOSI G. (1992), Corporate organization, finance and innovation in *Finance and Enterprise* (edited by V. Zamagni), New York Academic Press.
- BECHT M. and ROELL A. (1999), « Blockholdings in Europe : an International comparison », *European Economic Review* 43, 1049-1056.
- BERLE A. and MEANS G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, London and New Brunswick, Transaction Publishers, 1991.
- BLAIR M. (1995), *Ownership and Control. Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First century*, Washington, D.C., The Brookings Institution.
- BOYER R. and DIDIER M. (1998), *Innovation et croissance*, CAE, Paris, La documentation française.
- BRATTON W. W. and MCCAHERY J. A. (1999), « Comparative corporate governance and the theory of the firm : the case against global cross reference », Unpublished paper.
- CARLIN W. and MAYER C. (1999), « Finance, investment and growth » Unpublished paper, University College, London and Saïd Business School, Oxford University.
- CHAN S. H., MARTIN J. D. and KENSINGER J. W. (1990), « Corporate research and development and share value » *Journal of Financial Economics* 26, 255-76.
- CHANDLER A. D. (1990), *Scale and Scope : The Dynamics of Industrial Capitalism*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- CLARKSON M. B. E. (1998), Introduction. In *The Corporation and Its Stakeholders. Classic and Contemporary Readings* edited by M. B. E. Clarkson, Toronto: University of Toronto Press, pp 1-9.
- DONALDSON T. and PRESTON L. E. (1995), « The stakeholder theory of the corporation : concepts, evidence and implications », In *The Corporation and Its Stakeholders, Classic and Contemporary Readings* (edited by M. B. E. Clarkson), Toronto University of Toronto Press, pp. 205-242.
- DOSI G. AND MARENGO L. (1999), « On the tangled discourse between transaction costs economics and competence-based views of the firm : some comments » Unpublished paper.
- DUBOCAGE E. (1999), « Financing innovation in Europe and in the USA », Unpublished paper, CREI-Université Paris XIII.
- FREEMAN R.E. and REED D.L. (1983), « Stockholders and stakeholders : a new perspective on corporate governance », *California Management Review* 25 (3), 93-94.
- GEOFFRON P. (2001), « Telecommunications sector : the impact of UMTS on the corporate governance of european firms », *Working Paper*, TSER SSI (UE), Brighton's Meeting, march.
- GROSSMAN S. and HART O. (1986), « The cost and benefits of ownership : a theory of vertical and lateral integration » *Journal of Political Economy* 94, 691-719.
- HALL B.H. and HALL R.E. (1993), « The value and performance of U.S. Corporations », *Brooking Papers on Economic Activity* 3, 1-34.
- HANSEN G. S. and HILL C. W. L. (1991), « Are institutional investors myopic: A time-series study of four technology-driven industries », *Strategic Management Journal* 12, pp. 1-24.
- HILL C. W. L. and JONES T. M. (1992), « Stakeholder-agency theory ». *Journal of Management Studies* 29, pp. 131-154.
- HART O. (1995), *Firms, contracts and financial structure* Oxford, Oxford University Press.
- HART O. and MOORE J. (1990), « Property rights and the nature of the firm », *Journal of Political Economy* 98, 1119-1158.
- HIKINO T. (1997), « Managerial control, capital markets and the wealth of nations », In *Big Business and the Wealth of Nations* (edited by Chandler, A. D., Amatori, F. and Hikino, T.), Cambridge, Cambridge University Press, pp. 480-496.
- HOLDERNESS C. G. and SHEEHAN D. P. (1988), « The role of majority shareholders in publicly held corporations : an exploratory analysis », *Journal of Financial Economics* 20, 317-46.
- JARREL G. A. and LEHN H. (1985), *Institutional Ownership, Tender Offers and Long-Term Investments*, Washington, D.C., Securites and Exchange Commission.
- JENSEN M. and MECKLING W. (1976), « Theory of the firm : Managerial behaviour, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- JEFFERS E. and PLIHON D. (1999), « Les fonds d'investissement, fer de lance du pouvoir de la finance », Unpublished Paper, CEPN-Université Paris 13.

- JENSEN M. (1986), « Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers », *American Economic Review* 76 (Papers and Proceedings), 323-329.
- JONES T. M. (1995), « Instrumental stakeholder theory : a synthesis of ethics and economics », *Academy of Management Review* 20 (2), 405-437.
- KLEIN B., CRAWFORD R. G. and ALCHIAN A. A. (1978), « Vertical integration, appropriable rents and the competitive contracting process », *Journal of Law and Economics* 21 (2), 297-326.
- KLINE S. and ROSENBERG N. (1986), « An overview of the process of innovation », In *The Positive Sum Strategy : Harnessing Technology for Economic Growth* (edited by Landau, R. and Rosenberg, N), Washington, D.C. National Academy Press.
- KOIKE K. (1994), « Learning and incentive systems in Japanese industry », In *The Japanese Firm* (edited by Aoki M. and Dore R.), Oxford Clarendon Press.
- LAZONICK W. and O'SULLIVAN M. (1998), Governance of innovation for economic development. Innovation Systems and European Integration (ISE), Targeted Socio-Economic Research (TSER) programme of the European Commission (DG XII) coordinated by C. Edquist.
- MCCAULEY R. N. and ZIMMER S. A. (1989), « Explaining international differences in the cost of capital », *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review* 14, 7-18.
- MCCONNELL J. J. and MUSCARELLA C. J. (1985), « Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm », *Journal of Financial Economics* 14, 399-422.
- MARCH P. R. (1990), *Short-Termism on Trial*, London : Institutional Fund Managers' Association.
- MAHER M. (1998), « Corporate governance and corporate performance », Unpublished paper, Directorate for financial, fiscal and enterprise affairs, OECD.
- MAHER M. and ANDERSSON T. (1999), « Corporate governance : Effects on firm performance and economic growth », Unpublished paper, OECD.
- MAYER C. (1988), « New issues in corporate governance », *European Economic Review* 32.
- MAYER C. (1996), « Gouvernement d'entreprise, concurrence et performance », *Revue Economique de l'OCDE* 27, 7-38.
- MAYER C. (2000) « Institutions in the New Europe : The Transformation of Corporate Organization », Saint-Gobain Foundation for Economic Conference, Paris, november.
- MILES D. (1993), « Testing for short termism in the UK stock market », *Economic Journal* 103, 1379-96.
- MITCHELL R. K., AGLE B. R. and WOOD D. J. (1997), « Toward a theory of stakeholder identification and salience : defining the principle of who and what really counts », *Academy of Management Review* 22 (4), 853-886.
- MORIN F. (1998), *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Rapport au ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, Paris, Editions de Bercy.
- MYERS S. (1977), « Determinants of corporate borrowing », *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
- NICKELL S. AND WADHWANI S. (1987), « Myopia, the dividend puzzle and share prices », LSE Centre for Labour Economics, *Discussion Paper* no. 272.
- NICKELL S., NICOLITSAS D. AND DRYDEN N. (1996), « What makes firms perform well ? », Unpublished paper Oxford University.
- NORTH D. (1994), « Economic performance through time », *American Economic Review* 84(3), june.
- OECD (1997), *Études économiques de l'OCDE : France*, Paris, OECD.
- O'SULLIVAN M. (1998), *The Innovative Enterprise and Corporate Governance*, Innovation Systems and European Integration (ISE), Targeted Socio-Economic Research (TSER) programme of the European Commission (DG XII) coordinated by C. Edquist.
- PORTER M. (1992), *Capital Choices : Changing the Way America Invests in Industry*. Research report presented by the Council of Competitiveness and cosponsored by Harvard Business School. Washington, D.C.
- RYBCZYNSKI T. M. (1974), « Business finance in the EEC, USA and Japan », *The Three Bank Review*, 58-72.
- ROE M. J. (1994), *Strong Managers, Weak Owners : the Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton, Princeton University Press.
- RUBINSTEIN M. (2001). « Corporate Governance and Innovation in the pharmaceutical industry », *Working Paper*, TSER SSI (DG12-CCE), Brighton's Meeting, march.

- RUBINSTEIN M. and WEINSTEIN O. (2001), « Gouvernement d'entreprise et efficience : entre institutions et organisations », Unpublished Paper. CEPN-Université Paris 13.
- SCHUMPETER J. (1911), *Théorie de l'évolution économique. Recherche sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture*, French translation (1983), Paris, Dalloz.
- SHLEIFER A. and VISHNY R. W. (1989), « Management entrenchment : the case of manager-specific investments », *Journal of Financial Economics* 25, 123-139.
- SHLEIFER A. and VISHNY R. W. (1997), « A survey of corporate governance », *The Journal of Finance* 52 (2), pp. 737-783.
- SHORT H. (1994), « Ownership, control, financial structure and the performance of the firms », *Journal of Economic Surveys* 8 (3), 203-249.
- STIGLITZ J. E. (1985), « Credit markets and the control of capital », *Journal of Money, Credit and Banking* 17 (2), 133-152.
- SYKES (1994), « Proposals for internationally competitive corporate governance » in *Britain and America, Corporate Governance* 2, 187-195.
- VIENOT REPORT (1999), *Rapport du Comité sur le Gouvernement d'Entreprise*, Paris, AFEP and MEDEF.
- WILLIAMSON O. (1975), *Markets and Hierarchies*, New York, Macmillan.
- WILLIAMSON O. (1981), « The modern corporation : origins, evolution, attributes », *Journal of Economic Literature* 19, 1537-1568.
- WILLIAMSON O. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, New York : The Free Press.
- WILLIAMSON O. (1988), « Corporate finance and corporate governance », *Journal of Finance* 43 (3), 567-591.
- WOOLRIDGE J. R. (1988), « Competitive decline and corporation restructuring : is a myopic stock market to blame ? », *Journal of Applied Corporate Finance* 1, pp. 26-36.
- YOSHIKAWA H. (1998), *Made in Japan, L'industrie japonaise au tournant du siècle* edited by, Paris Livre de poche.
- ZECKHAUSER R. J. and POUND J., (1990), « Are large shareholders effective monitors? An investigation of shareownership and corporate performance ». In *Asymmetric information, Corporate Finance and Investment* edited by Hubbard, R. G., Chicago, University of Chicago Press, pp. 149-180.