

GOVERNEMENT D'ENTREPRISE, CONCURRENCE ET PERFORMANCE

Colin Mayer

TABLE DES MATIÈRES

Introduction	8
Cadre d'analyse	10
Incitations	14
Exercice d'une discipline et restructuration des entreprises peu performantes	16
Le rôle du conseil d'administration	16
Le rôle des gros actionnaires	17
Le marché des participations	18
Le marché du contrôle des sociétés	19
Le rôle des banques	19
Le rôle des autres institutions financières	21
Financement et investissement	22
Relations, engagement et confiance	25
Concurrence et gouvernement d'entreprise	27
Conclusion	30
Bibliographie	34

L'auteur est «Peter Moores Professor of Management Studies» et directeur adjoint de la «School of Management Studies», Université d'Oxford. Ce document a été rédigé pour le Département des Affaires économiques de l'OCDE dans le cadre de son étude consacrée à la concurrence sur les marchés de produits. L'auteur remercie vivement pour leurs précieux commentaires sur une version antérieure Jørgen Elmeskov, Rauf Gonenc, Nick Vanston et deux commentateurs anonymes.

INTRODUCTION

Le gouvernement d'entreprise suscite de larges débats dans le monde parmi les chercheurs et les gouvernants. Au Royaume-Uni et aux États-Unis, on s'intéresse surtout aux déficiences du système de marché en termes d'efficacité du gouvernement d'entreprise. En Europe continentale, on craint que les systèmes actuels de gouvernement d'entreprise entravent l'innovation et la croissance. En Europe de l'Est, la privatisation conduit à s'interroger sur la façon dont les entreprises privées doivent être gouvernées. La Chine expérimente certaines formes de gouvernement d'entreprise associant des caractéristiques du système de marché à un régime de propriété publique.

Malgré tous ces débats, les observations concernant les effets des différents systèmes de gouvernement d'entreprise restent fragmentaires. Dans le domaine du gouvernement d'entreprise, les faits ont été balayés par les jugements. Cet article a précisément pour objet de faire le bilan de ce que nous savons sur les liens entre le gouvernement d'entreprise et la performance des entreprises.

La formulation d'une politique serait grandement facilitée si l'on avait la preuve qu'il existe une relation directe entre le gouvernement d'entreprise et la performance des entreprises. Ce qu'on attend généralement du débat autour du gouvernement d'entreprise, c'est qu'il débouche en fin de compte sur l'équivalent d'une relation de forme réduite déterminant l'effet d'une modification du gouvernement d'entreprise sur la performance. Mais il est extrêmement difficile de mettre à jour une telle relation. Un nombre considérable de facteurs influe sur les variations des performances d'une entreprise à l'autre et d'un pays à l'autre. Cela n'empêche pas beaucoup d'auteurs de relier directement les différences de performance économique entre deux pays – l'Allemagne et le Royaume-Uni par exemple – aux différentes modalités de gouvernement d'entreprise qui les caractérisent. En vérité, les associations de ce type sont à l'origine du débat déjà ancien à propos du gouvernement d'entreprise.

Au lieu d'essayer de trouver une réponse d'ordre macro-économique, il est plus réaliste d'examiner comment le gouvernement d'entreprise peut influencer sur la performance. Cette influence peut s'exercer à travers cinq canaux : les incitations, la discipline, la restructuration, le financement/l'investissement et l'engagement/la confiance. On examinera dans cet article l'influence du gouvernement d'entreprise

sur chacun de ces éléments, en exploitant les recherches consacrées au système de gouvernement d'entreprise d'un certain nombre de pays,

Cette analyse sera tout particulièrement axée sur l'interaction entre la concurrence, le gouvernement d'entreprise et la performance. Cette interaction est importante pour plusieurs raisons. Premièrement, l'efficacité des divers systèmes de gouvernement d'entreprise peut être fonction de l'intensité de la concurrence sur les marchés de produits. Par exemple, la concurrence sur les marchés de produits pourra être essentielle à la bonne performance des entreprises lorsque la concurrence sur les marchés financiers pour la propriété des entreprises est limitée.

Deuxièmement, l'intensité de la concurrence sur les marchés de produits peut influencer sur les formes de gouvernement d'entreprise. Comme on l'a fait valoir (voir Mayer, 1988 ; Petersen et Rajan, 1995), la concurrence sur les marchés de capitaux peut entraver l'établissement de relations à long terme entre les entreprises et les institutions financières. Les tentatives d'intensification de la concurrence, notamment par la déréglementation des marchés, peuvent donc avoir une large incidence sur le fonctionnement du gouvernement d'entreprise.

L'idée qu'il existe d'importantes interactions entre le gouvernement d'entreprise et la concurrence aboutit à l'approche systémique du gouvernement d'entreprise, dont Aoki (1994a) est l'adepte le plus résolu. Selon cette conception, le gouvernement d'entreprise doit être considéré dans le cadre de la structure économique globale. Les différences qui existent entre les pays du point de vue de la structure des marchés de capitaux, du marché du travail et des marchés de produits sont toutes étroitement liées. « Le système de la banque principale et les situations d'imperfection du marché du travail ne sont pas indépendants, mais forment un ensemble d'institutions complémentaires » (Aoki, 1994a, p. 19). Il n'est donc pas possible de considérer des modifications importantes d'un élément indépendamment des autres. Les mesures en faveur de l'adoption de certaines modalités de gouvernement d'entreprise doivent donc en particulier prendre en compte les marchés de produits et le marché du travail dans lesquels elles s'insèrent.

Dans le même ordre d'idées, on reproche souvent aux propositions de réforme 'des systèmes de gouvernement d'entreprise d'ignorer le contexte culturel dans lequel ces systèmes ont pris naissance. L'approche d'Aoki offre l'avantage de permettre d'analyser les interactions entre les composantes d'une économie. Il est difficile, en revanche, de formuler de manière précise les assertions culturelles.

On définira tout d'abord un cadre d'analyse. Il s'agira d'examiner la signification du concept de gouvernement d'entreprise et ses liens avec la structure des entreprises. On déterminera également les critères à utiliser pour apprécier les performances des systèmes de gouvernement d'entreprise,

On s'attachera ensuite au premier type de manifestation des différences entre les systèmes de gouvernement d'entreprise, à savoir leur influence sur les incita-

tions auxquelles sont soumis les gestionnaires. On examinera de façon empirique les relations entre les diverses formes de gouvernement d'entreprise et les incitations. On verra ensuite quel rôle jouent les systèmes de gouvernement d'entreprise sur deux plans : la discipline qu'ils exercent sur les gestionnaires et la restructuration des entreprises peu performantes. Les diverses modalités de gouvernement d'entreprise sont rapidement source de désillusions lorsqu'elles ne parviennent pas à restructurer ou à sauver des entreprises en difficulté.

On s'intéressera ensuite au financement et à l'investissement. Les différents systèmes de gouvernement d'entreprise s'accompagnent-ils de niveaux différents d'investissement et de formes différentes d'investissement ? On étudiera ensuite les relations entre le gouvernement d'entreprise, l'engagement et la confiance. Le rôle des parties prenantes autres que les actionnaires (par exemple les créanciers, les fournisseurs, les clients et les salariés) a largement retenu l'attention ces derniers temps.

On analysera ensuite les liens entre la structure des marchés de produits et le gouvernement d'entreprise. Comme on l'a indiqué, la concurrence peut influencer sur les systèmes de gouvernement d'entreprise et subir leur influence. Du point de vue de l'action à mener dans le domaine du gouvernement d'entreprise, le rôle de la concurrence est un élément essentiel. La dernière section résume cet article et tire un certain nombre de conclusions.

CADRE D'ANALYSE

On envisage traditionnellement le gouvernement d'entreprise dans l'optique de la relation de mandat {principal-agent}. Les investisseurs (les mandants) font appel à des gestionnaires (les mandataires) pour exploiter les entreprises pour leur compte. Les intérêts et les objectifs des investisseurs et des gestionnaires sont différents. Le gouvernement d'entreprise a trait à la façon de concilier les intérêts des deux parties et de faire en sorte que les entreprises soient exploitées au profit des investisseurs. Demb et Neubauer (1992), par exemple, indiquent que « le gouvernement d'entreprise concerne la responsabilité en matière de performance ».

On rattache souvent l'exercice du gouvernement d'entreprise à la structure et au fonctionnement des organes d'administration des sociétés. On a beaucoup débattu du rôle des administrateurs extérieurs, de la séparation des fonctions de président et de directeur général et de la mise en place de comités de rémunérations, d'audit et de nominations. On a également beaucoup commenté les obligations fiduciaires des administrateurs du point de vue de la représentation des intérêts des actionnaires.

Le rôle des actionnaires dans l'exercice efficace du gouvernement d'entreprise a également été largement débattu. Les investisseurs institutionnels, qui jouent un rôle dominant au Royaume-Uni et sont également très présents aux États-Unis,

sont invités à jouer un rôle plus actif dans la surveillance et le contrôle des entreprises. On a fait valoir que les investisseurs assument à l'égard du fonctionnement des sociétés des obligations de surveillance qui vont au-delà de leurs propres intérêts financiers et peuvent être considérées comme des obligations de tutelle. Selon cette conception, les grands actionnaires ont envers les autres actionnaires l'obligation implicite de veiller à ce que la société soit gérée dans l'intérêt de tous les actionnaires.

Le débat s'est élargi récemment à la question de la responsabilité des entreprises à l'égard des parties prenantes autres que les actionnaires. A un premier niveau, on souligne qu'il est de l'intérêt des actionnaires de prendre en compte un plus large ensemble d'acteurs, notamment les salariés, les fournisseurs et les clients de l'entreprise. L'existence de relations à long terme, la confiance et l'engagement seraient les ingrédients du développement harmonieux des entreprises. Les meilleures d'entre elles seraient celles qui savent motiver leurs fournisseurs, leurs clients et leurs salariés.

Dans une perspective plus large, l'idée est également avancée qu'une entreprise ne doit pas être seulement gérée dans l'intérêt de ses actionnaires. L'entreprise assume à l'égard d'autres acteurs des obligations qui peuvent parfois entrer en conflit avec l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale. Avec cette conception, l'entreprise est une entité distincte de ses actionnaires, dont la propriété et le contrôle sont répartis entre un certain nombre d'acteurs. Selon Kester, par exemple, « le problème central du gouvernement d'entreprise est de concevoir des systèmes spécialisés d'incitation, de sauvegarde et de règlement des différends de nature à favoriser la continuité au sein de l'entreprise de relations qui soient efficaces en présence d'un opportunisme régi par l'intérêt personnel ».

Les critères d'appréciation de la performance diffèrent selon les deux visions de l'entreprise. Selon le modèle actionnarial, l'objectif de l'entreprise est de maximiser sa valeur marchande au moyen de l'efficience allocative, productive et dynamique. Dans le modèle sociétal, on prend en compte, pour juger la performance, un plus grand nombre de parties prenantes dont les intérêts sont axés sur l'emploi, la part de marché, les relations commerciales avec les clients et fournisseurs et les résultats financiers.

Les différences qu'on peut observer du point de vue de la participation au contrôle des sociétés reflètent dans une large mesure la composition de l'actionnariat. Au Royaume-Uni et aux États-Unis, les investisseurs institutionnels jouent un rôle important, l'actionnariat individuel étant toutefois plus développé aux États-Unis qu'au Royaume-Uni. Dans ces deux pays, les investisseurs institutionnels, généralement considérés comme l'investisseur marginal, jouent un rôle prédominant dans le contrôle des entreprises. Ce n'est pas le cas dans la plupart des pays. Comme on le verra ci-après, ce sont d'autres sociétés ou les investisseurs individuels qui représentent l'essentiel de l'actionnariat. Les participations croisées

sont courantes et les investissements institutionnels sont souvent le fait de grands holdings familiaux. On aboutit ainsi à un système «de l'intervenant interne» (Franks et Mayer, 1994), s'opposant au système «de l'intervenant extérieur» que connaissent le Royaume-Uni et les États-Unis, où le capital et le contrôle appartiennent à des investisseurs extérieurs, généralement institutionnels¹. Les participations croisées créent souvent des positions liées au sein des conseils d'administration. La conception du gouvernement d'entreprise fondée sur la relation de mandat est dénuée de sens lorsqu'on a affaire à des sociétés qui se contrôlent mutuellement. Comme l'indique Kester, il est plus juste d'envisager alors l'entreprise comme un instrument de coordination permettant de concilier l'intérêt personnel avec l'intérêt collectif de plusieurs parties.

La composition de l'actionnariat et la structure des conseils d'administration influent sur la manière dont les sociétés sont gérées et contrôlées. Les différences sont de plusieurs types. Premièrement, l'information à destination de l'investisseur peut circuler différemment. En Europe continentale et au Japon, les relations plus étroites entre les investisseurs et les sociétés peuvent favoriser une meilleure information de l'investisseur. On fait souvent valoir, par exemple, qu'en Allemagne les investisseurs obtiennent des informations grâce aux postes qu'ils occupent dans les conseils de surveillance. Mais certains échecs patents, comme dans le cas de l'affaire Metalgesellschaft, montrent que la circulation de l'information peut être extrêmement déficiente en Allemagne.

Deuxièmement, les investisseurs peuvent être plus ou moins incités à intervenir selon le pays. L'atomisation de l'actionnariat qui caractérise les systèmes de gouvernement d'entreprise aux États-Unis et au Royaume-Uni risque de ne pas inciter suffisamment l'investisseur à surveiller et contrôler les performances de l'entreprise. Un gouvernement d'entreprise de type actif est plus payant lorsqu'on se trouve en présence de grands actionnaires dominants.

Troisièmement, le marché du contrôle des sociétés, en particulier à travers les OPA inamicales, est moins actif dans la plupart des pays qu'au Royaume-Uni et aux États-Unis. Or, on considère que le marché du contrôle des sociétés exerce un effet important de discipline sur le comportement des entreprises.

Ces différences du point de vue de la surveillance et du contrôle se manifestent de plusieurs manières. Premièrement, selon le modèle de l'entreprise fondé sur la relation de mandat, les mécanismes d'incitation sont l'un des facteurs déterminants de la performance. Les systèmes d'incitation sont fonction de l'asymétrie de l'information entre les investisseurs et les gestionnaires, du degré relatif d'aversion au risque des investisseurs et des gestionnaires et de l'influence des incitations sur la productivité des gestionnaires. Si la composition de l'actionnariat est très différente d'un pays à l'autre, l'information dont disposeront les investisseurs et le degré de partage des risques entre les investisseurs et les gestionnaires pourront varier. Par exemple, de grands actionnaires dominants seront sans doute mieux informés,

mais moins à même d'étaler les risques que des petits actionnaires dispersés. C'est pourquoi il est possible que ces actionnaires dominants imposent aux gestionnaires de très fortes incitations plus directement liées aux résultats de l'entreprise.

Deuxièmement, les modèles fondés sur la relation de mandat ne mettent pas seulement l'accent sur la récompense pour aligner les objectifs des gestionnaires sur ceux des investisseurs ; ils mettent aussi l'accent sur la sanction. Lorsque l'actionnariat est concentré, il y aura probablement une volonté de sanctionner les mauvais gestionnaires ; l'incitation est plus forte à intervenir et à se faire entendre qu'à se retirer en cédant les titres. En revanche, il pourra être difficile d'agir en présence de relations à long terme lorsqu'une tentative de congédiement des gestionnaires peut nuire à la réputation des investisseurs. En outre, certains effets de substitution peuvent se produire entre la récompense et la sanction : les systèmes qui favorisent l'utilisation de très fortes incitations n'exigeront pas sans doute d'aussi fortes sanctions.

Ces problèmes jouent tout particulièrement dans la restructuration des entreprises peu performantes. On considère que le rôle des institutions financières dans le financement des entreprises en difficulté distingue particulièrement les systèmes de gouvernement d'entreprise des différents pays. Le rôle important des banques dans la restructuration des entreprises non performantes est une caractéristique du système financier japonais. Au Royaume-Uni et aux États-Unis, on reproche souvent aux institutions financières (banques, fonds de pension et sociétés d'assurance-vie) d'intervenir trop tard dans la restructuration des sociétés. Il peut être difficile d'organiser une restructuration et de mettre en œuvre correctement une procédure de faillite lorsque les créanciers sont très nombreux et qu'ils ont intérêt à retirer leur mise de fonds à la première occasion.

Troisièmement, les systèmes de gouvernement d'entreprise peuvent être différents du point de vue des incitations au financement et à l'investissement. On considère que les systèmes de l'Europe continentale et du Japon se caractérisent par des relations à long terme favorisant le financement à long terme, essentiellement bancaire. En revanche, le Royaume-Uni et les États-Unis paraissent bénéficier d'un niveau élevé de prises de participation sous la forme de capital-risque.

En résumé, on peut penser qu'il existe entre les différents modes d'actionnariat, de représentation au conseil d'administration, de surveillance et de contrôle des liens qui se manifestent par des types différents d'incitation, de discipline, de restructuration des entreprises, de financement et d'investissement.

Ces liens subissent l'influence du cadre juridique et réglementaire dans lequel opèrent les sociétés. La réglementation se répercute sur l'actionnariat, notamment par le biais des règles boursières concernant la possibilité d'émettre plusieurs catégories d'actions, des dispositions applicables en matière d'OPA qui obligent à formuler une offre sur la totalité du capital lorsqu'un certain pourcentage d'actions

a été acquis, et des lois bancaires relatives au cloisonnement des activités de banque commerciale et de banque d'affaires, qui limitent les participations des banques. En outre, la forme juridique de la société influe sur le régime applicable pour l'émission et le transfert d'actions, sur la composition du conseil d'administration et le nombre d'administrateurs et, enfin, sur les obligations des administrateurs. Les lois sur la faillite, quant à elles, déterminent les droits et le contrôle que peuvent exercer les différents investisseurs en cas d'insolvabilité.

La réglementation joue donc un rôle crucial du point de vue de la structure du gouvernement d'entreprise. Mais elle est elle-même le produit de cette structure. Les systèmes financiers qui ont tendance à faire jouer davantage les mécanismes du marché exigent la divulgation d'un plus grand nombre d'informations et réglementent plus strictement les opérations d'initié pour favoriser la liquidité. La réglementation concernant les OPA a pour but de protéger les actionnaires minoritaires, Le droit de la faillite sera probablement plus favorable aux débiteurs dans les systèmes qui par ailleurs protègent peu les intérêts des autres parties prenantes, notamment les salariés. La réglementation est donc à la fois une conséquence et 'une cause des disparités entre les systèmes de gouvernement d'entreprise.

INCITATIONS

Le premier effet potentiel du gouvernement d'entreprise auquel on s'intéresse est relatif aux incitations. Les modèles fondés sur la relation de mandat montrent que pour harmoniser les intérêts des actionnaires et ceux des gestionnaires, il faut un lien étroit entre la rémunération du gestionnaire et les performances de l'entreprise, mesurées notamment par la valeur de celle-ci Il y a déjà longtemps qu'on s'emploie à analyser sur le plan empirique le lien entre la rémunération des gestionnaires et les résultats de l'entreprise. Ces analyses ont souvent privilégié l'influence relative du revenu de l'actionnaire et de la taille de l'entreprise sur la rémunération des dirigeants (voir Murphy, 1985, et l'étude de Rosen, 1992, consacrée aux États-Unis ainsi que celle de Conyon, Gregg et Machin, 1995, portant sur le Royaume-Uni). Ces analyses font apparaître une faible relation entre la rémunération et les performances (une augmentation de 3.25 dollars du patrimoine du directeur général pour toute augmentation de 1 000 dollars du patrimoine des actionnaires, selon Jensen et Murphy, 1990), et une relation plus forte avec la taille de l'entreprise.

Ces résultats ont contribué à accréditer l'idée que les dirigeants seraient plus soucieux de la croissance de l'entreprise que de sa rentabilité. Toutefois, des travaux plus récents donnent à penser que les relations observées entre la rémunération et les performances ne seraient pas incompatibles avec ceux prédits par le modèle du mandat. Haubrich (1994) démontre qu'une augmentation de 10 dollars

de la rémunération pour 1 000 dollars d'augmentation de la valeur actionnariale est conforme à certaines valeurs des paramètres concernant l'aversion au risque, l'arbitrage effort-loisir, etc. De même, Garen (1994) estime que les résultats obtenus par Jensen et Murphy ne sauraient être jugés incompatibles avec la théorie du mandat.

Ces dernières années, on a vu se développer très sensiblement une forme de rémunération des dirigeants : l'attribution d'options d'achat d'actions. Ces options permettent de mieux coupler la rémunération et les résultats. Étant donné que la rémunération des dirigeants n'augmente qu'au-dessus du prix d'exercice, un lien très puissant peut s'établir entre la rémunération et les résultats à un niveau donné de rémunération anticipé. Mais alors la rémunération est plus directement liée à l'instabilité des résultats que lorsqu'on attribue aux dirigeants une participation en actions (Main, 1995), puisqu'ils ne perdent pas autant en cas de baisse des cours de l'action qu'ils gagnent en cas de hausse. En conséquence, ils peuvent être incités à adopter des stratégies aventureuses pour pouvoir profiter de leurs options. En outre, les contrats d'options d'achat d'actions posent de graves problèmes du point de vue des opérations d'initié, car leur situation privilégiée permet aux dirigeants de signer des contrats dont ils attendent de substantiels revenus. Par exemple, Yermack (1995) observe que les dirigeants bénéficient d'options d'achat d'actions peu avant une hausse du cours de l'action.

L'influence que le mode de gouvernement d'entreprise peut exercer sur la rémunération des dirigeants, notamment par le biais de la structure du conseil d'administration, n'a guère été étudiée. Conyon (1994) constate que les comités des rémunérations se sont multipliés au Royaume-Uni. L'analyse longitudinale de 214 grandes sociétés du Royaume-Uni à laquelle il a procédé révèle qu'il existait en 1993 un comité des rémunérations dans 94 pour cent des sociétés, contre 54 pour cent en 1988. Selon cet auteur, la mise en place de ces comités s'est traduite par une diminution de 2 pour cent de la rémunération du directeur général. Cependant, Main et Johnston (1993) constatent que la mise en place de comités des rémunérations aboutit à une augmentation des rémunérations de l'ordre de 17 pour cent et que la rémunération n'a pas un caractère plus incitatif qu'en l'absence de comité des rémunérations.

On a pu faire valoir qu'en dehors du Royaume-Uni et des États-Unis les gestionnaires sont plus soucieux de la croissance de l'entreprise que de sa rentabilité (voir, par exemple, Blinder (1991)). Selon Milgrom et Roberts (1992) « les sociétés japonaises ne sont pas gérées dans l'intérêt de leurs actionnaires » (p. 443). Des observations similaires ont été faites en ce qui concerne l'Allemagne (voir, par exemple, Schneider-Lenne (1994)). En revanche, Grundfest (1990), Hoshi, Kashyap et Scharfstein (1990, 1991) ainsi que Prowse (1990) affirment que l'existence d'étroites relations réduit les coûts d'agence au Japon et permet aux investisseurs de mieux surveiller la direction qu'aux États-Unis.

Kaplan (1994) a analysé le lien entre la rémunération des dirigeants (salaire et primes) et les résultats de l'entreprise, mesurés par le niveau des bénéfices, l'évolution des bénéfices et la croissance du chiffre d'affaires dans de grandes sociétés japonaises et américaines au cours des années 80. Sa conclusion est la suivante : « dans les sociétés japonaises, la rémunération réagit à toutes les mesures de résultat considérées et les réactions sont généralement similaires à celles observées aux États-Unis ... Il existe une relation positive entre la rémunération et les résultats en termes de bénéfices, de cours des actions et de chiffre d'affaires. Dans la plupart des cas les coefficients de sensibilité dans les deux pays ne sont pas statistiquement différents » (p. 512).

La relation entre le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants est donc ambiguë. A première vue, le rôle des bourses de valeurs au Royaume-Uni et aux États-Unis offre la possibilité de très fortes incitations, notamment sous la forme de l'attribution d'options d'achat d'actions aux dirigeants. Une étroite surveillance et l'intervention de comités des rémunérations fonctionnant correctement devraient permettre de lier davantage la rémunération et les résultats en Allemagne et au Japon. Mais elles pourraient tout autant rendre moins nécessaire les contrats incitatifs liés aux résultats. Quoi qu'il en soit, on ne dispose pas jusqu'à présent de données empiriques venant étayer ces argumentations.

EXERCICE D'UNE DISCIPLINE ET RESTRUCTURATION DES ENTREPRISES PEU PERFORMANTES

Le rôle du conseil d'administration

L'exercice du gouvernement d'entreprise est souvent associé au remplacement de dirigeants dont les performances sont insuffisantes. Plusieurs études montrent que le taux de rotation des administrateurs est en relation avec les mauvaises performances de l'entreprise aux États-Unis (Coughlan et Schmidt, 1995, ainsi que Warner, Watts et Wruck, 1988). Weisbach (1988) est l'un des premiers à avoir conclu à l'existence d'une relation entre le taux de rotation des administrateurs, les performances de l'entreprise et la présence d'administrateurs extérieurs. Selon Fama (1980), « la viabilité du conseil d'administration en tant que mécanisme induit par le marché de transfert interne du contrôle à faible coût peut être améliorée en faisant appel à des administrateurs externes » (pp. 293-294). De la même manière, la commission Cadbury (1992) a préconisé au Royaume-Uni une plus large représentation externe au conseil d'administration des sociétés et la dissociation des fonctions de président et de directeur général. Dans le même ordre d'idées, Weisbach conclut que « dans les entreprises où les administrateurs externes prédominent au conseil d'administration, les indicateurs de performance sont plus fortement corrélés avec le taux de rotation au poste de directeur général que dans les entreprises où prédominent les administrateurs internes. Les conseils d'administra-

tion à dominante extérieure ont tendance à augmenter la valeur de l'entreprise grâce aux changements de directeur général » (p. 458).

Pour le Royaume-Uni, Franks, Mayer et Renneboog (1995) concluent également à l'existence d'une relation entre le taux de rotation des administrateurs et les performances de l'entreprise et que : « le taux de rotation au conseil d'administration est plus élevé pour les entreprises peu performantes lorsque le conseil d'administration est composé dans une forte proportion d'administrateurs externes et qu'il y a séparation des fonctions de président et de directeur général » (p. 1).

Le rôle des gros actionnaires

Il semble donc que la composition du conseil d'administration influe fortement sur l'exercice du gouvernement d'entreprise. Mais d'autres facteurs entrent également en jeu. Depuis les travaux de Berle et Means (1932), on considère que le contrôle des sociétés peut donner lieu à un problème de passager clandestin. Lorsque l'actionnariat est dispersé, aucun actionnaire n'est incité à exercer le contrôle. Il est moins coûteux en général de se retirer que d'intervenir et la révélation d'une intervention peut être davantage accueillie en bourse comme une mauvaise nouvelle pour les résultats de l'entreprise que comme une bonne nouvelle ouvrant la perspective d'un redressement, de sorte que l'investisseur actif voit baisser la valeur de ses actions. De plus, la constitution d'une coalition entre actionnaires peut se heurter à d'importants obstacles (Black et Coffee, 1993) : une opération réussie de réorganisation peut se faire au détriment d'institutionnels qui détiennent un nombre d'actions inférieur à celui de leurs concurrents. Lorsque leurs performances sont mesurées par rapport à celles de leurs Concurrents, ils pourront donc s'opposer à des restructurations augmentant la valeur de l'entreprise.

La présence de gros actionnaires pourrait être un moyen d'éviter le problème de passager clandestin dans le contrôle des sociétés. Shleifer et Vishny (1986) montrent sur le plan théorique qu'un actionnariat concentré peut atténuer ce problème. Étudiant la relation entre le taux de rotation des administrateurs pour un échantillon d'entreprises peu performantes du Royaume-Uni et la concentration de l'actionnariat, Franks, Mayer et Renneboog (1995) concluent à l'existence d'une « forte relation entre le taux de rotation des administrateurs et la concentration de l'actionnariat pour l'échantillon de sociétés peu performantes » (p. 1).

Morck, Shleifer et Vishny (1988), McConnell et Servaes (1990) ainsi que Wruck (1989) étudient la relation entre la concentration de l'actionnariat et les performances de l'entreprise aux Etats-Unis. Ils constatent que la performance de l'entreprise, mesurée par le Q de Tobin, est meilleure au départ lorsque la concentration de l'actionnariat est faible (par exemple jusqu'à 5 pour cent dans l'étude de Morck, Shleifer et Vishny), mais qu'elle se dégrade par la suite. Shleifer et Vishny (1995)

expliquent ce phénomène par le fait qu'un actionnariat concentré peut avoir à la fois des avantages et des inconvénients. « Le problème fondamental est que les gros actionnaires défendent leurs propres intérêts, qui ne coïncident pas nécessairement avec ceux des autres investisseurs ou des salariés et des dirigeants. En utilisant ses droits de contrôle pour maximiser son bien-être, le détenteur d'une forte participation peut donc opérer une redistribution de la richesse d'autrui, d'une façon efficiente ou inefficente » (p. 31).

Franks, Mayer et Renneboog (1995) présentent des arguments en ce sens. Ils constatent qu'au Royaume-Uni la nature et le volume de la participation au capital sont importants pour l'exercice du contrôle. Les grandes entreprises qui sont actionnaires exercent un contrôle plus étroit que les investisseurs institutionnels, et les personnes qui tirent du contrôle des avantages privés, notamment les administrateurs, paraissent entraver l'exercice d'un bon gouvernement d'entreprise. La « résistance » des dirigeants (c'est-à-dire l'action menée avec succès par les dirigeants en place contre une intervention extérieure) est particulièrement manifeste lorsqu'une société est cotée en bourse depuis peu et que les administrateurs détiennent de très fortes participations.

Dans le même ordre d'idées, Hermanlin et Weisbach (1991) font observer qu'aux Etats-Unis, lorsque les dirigeants détiennent une faible proportion du capital, les performances de l'entreprise sont meilleures, parce que les intérêts des actionnaires dirigeants et des autres actionnaires sont mieux conciliés. Mais elles se dégradent à un niveau plus élevé de participation, car les dirigeants peuvent alors se protéger contre des sanctions.

Franks et Mayer (1995a) examinent, pour l'Allemagne, la relation entre le taux de rotation des membres du directoire et du conseil de surveillance, les performances des sociétés et le niveau de participation au capital. Ils ne constatent pas dans les sociétés où l'actionnariat est concentré une relation plus marquée entre le taux de rotation pour le directoire ou le conseil de surveillance et les performances de la société, et ils concluent qu'en Allemagne la concentration de l'actionnariat « est utilisée pour tirer des avantages privés et non pour servir les intérêts plus larges de l'actionnaire » (p. 18).

En résumé, les éléments dont on dispose à ce jour tendent à montrer que l'exercice du gouvernement d'entreprise est bénéfique à des niveaux modérés de concentration de l'actionnariat, mais qu'il peut se prêter à l'exploitation d'avantages privés à des niveaux de concentration plus élevés.

Le marché des participations

Pour Burkhart, Gromb et Panunzi (1995), la structure actionnariale optimale d'une société est fonction de ses performances. Lorsqu'une société obtient de bons résultats, un actionnariat dispersé peut contribuer à limiter les interventions indési-

rables des investisseurs. Mais lorsqu'une société n'est pas performante, un actionnariat concentré peut être souhaitable pour favoriser un contrôle actif.

On voit donc que la structure de l'actionnariat peut évoluer de façon dynamique. Elle peut passer d'une structure concentrée à une structure plus atomisée à mesure qu'un contrôle actif est moins nécessaire, puis se concentrer de nouveau lorsque l'entreprise rencontre des difficultés. Franks, Mayer et Reeneboog (1995a) font état d'une évolution de l'actionnariat au Royaume-Uni qui va tout à fait en ce sens. « Lorsque les performances sont mauvaises, on observe des transferts d'actions entre investisseurs. Il existe en particulier un marché d'échanges d'actions entre les nouveaux et les anciens actionnaires non institutionnels et les nouveaux et les anciens administrateurs. Ces échanges d'actions sont liés à de profonds remaniements du conseil d'administration des sociétés peu performantes » (p. 14).

Franks et Mayer (1995a) signalent un résultat similaire pour l'Allemagne. Ils constatent un taux de rotation élevé des gros actionnaires, ce qui ne manque pas de surprendre vu la stabilité dont sont censés faire preuve les systèmes financiers de l'Allemagne et du Japon. Ces cessions d'actions paraissent liées à de mauvaises performances de la société et à des modifications du conseil de surveillance (mais pas du directoire). Par conséquent, le contrôle des sociétés est très étroitement lié aux cessions de participations aussi bien en Allemagne qu'au Royaume-Uni.

Le marché du contrôle des sociétés

Depuis Manne (1965), le marché du contrôle des sociétés (OPA inamicales) est généralement considéré comme l'un des principaux instruments permettant de remédier aux carences des gestionnaires. Comme l'indiquent Herzel et Shepro (1990) « l'argument le plus convaincant en faveur des OPA inamicales réside en ce qu'elles constituent un instrument essentiel de discipline à l'égard des dirigeants des cibles potentielles » (p. 3). Mais les faits ne confirment pas ce point de vue. Franks et Mayer (1996) examinent si les OPA inamicales sont liées au congédiement de dirigeants et à de mauvaises performances antérieures. Ces auteurs constatent « des signes très nets de forte rotation des membres du conseil d'administration et un degré élevé de restructuration lors d'OPA inamicales. Des gains importants sont escomptés, comme le montrent les primes élevées payées aux actionnaires visés. Mais, en utilisant toute une série de critères, il n'apparaît guère que les OPA inamicales soient motivées par de mauvaises performances avant l'OPA. Il faut donc écarter l'idée que les OPA inamicales jouent un rôle disciplinaire » (p. 164)².

Le rôle des banques

Les banques sont censées jouer un rôle important dans la surveillance des entreprises, Selon Diamond (1984), elles peuvent remédier au problème de passer clandestin dans la collecte de l'information, qui peut se poser dans le cadre

d'une opération de prêt où interviennent un grand nombre d'investisseurs dispersés. On a fait valoir récemment (Mayer, 1988 ; Sharpe, 1990 et von Thadden, 1995) que des relations à long terme entre les banques et les entreprises pouvaient être bénéfiques. Les relations à long terme permettent aux banques de mieux évaluer la qualité des entreprises et de prendre des décisions de prêt plus judicieuses. Selon von Thadden, les banques, tout en étant mieux informées que les autres investisseurs, ont sans doute moins tendance à favoriser les investissements dont les résultats sont immédiatement apparents. Elles peuvent ainsi réduire le biais à court-terme dans les décisions de prêt.

Les banques peuvent toutefois exploiter leur avantage en termes d'information en pratiquant des prêts à taux élevé. L'information introduit sur le marché du crédit un coût de changement qui limite les possibilités de recherche d'autres sources de financement. Selon von Thadden (1995), les contrats à long terme peuvent atténuer ce problème en réduisant la possibilité pour les banques de bénéficier de rentes au dépens d'un emprunteur à des dates ultérieures. Sharp (1990) estime qu'un autre élément peut également freiner l'exploitation par les banques de situations de monopole : le souci de préserver leur réputation sur le marché du crédit

L'information revêt une importance toute particulière lorsqu'il s'agit de refinancer des entreprises défaillantes. Le fait que les créanciers ne soient pas à même de différencier en période de difficultés financières les sociétés qui offrent de bonnes perspectives et celles qui n'en offrent pas peut se traduire par des liquidations prématurées. De plus, les conflits entre créanciers peuvent être source d'inefficience lorsque l'entreprise connaît de graves difficultés financières (Bulow et Shoven, 1978 et White, 1980). Gertner et Scharfstein (1991) démontrent que ces éléments d'inefficience persistent lorsque l'entreprise peut renégocier avec les détenteurs d'obligations.

Hoshi, Kashyap et Scharfstein (1990 et 1991) examinent le rôle que jouent les banques dans la réduction du coût des difficultés financières au Japon. Ils se demandent si les entreprises qui entretiennent d'étroites relations financières avec les banques peuvent surmonter plus efficacement ces difficultés. Sur la base d'un échantillon de 121 entreprises sur la période 1978-1985, ils constatent que les entreprises en difficulté financière ayant des relations étroites avec les banques investissent et vendent davantage que les entreprises n'appartenant pas à un groupe durant les années qui suivent l'apparition des difficultés financières. L'entreprise dont l'endettement est financé dans une plus forte proportion par un seul prêteur investit et vend davantage. Ces résultats montrent que les difficultés financières sont plus coûteuses lorsque les créances sont réparties entre un grand nombre de titulaires que dans le cas où elles sont concentrées entre les mains d'un petit nombre d'institutions financières. Miyami (1995) observe des résultats similaires, sur la période 1957-1964, pour les sociétés qui faisaient antérieurement partie d'un *zaibatsu*.

Les banques jouent donc manifestement un rôle au Japon dans l'organisation et le financement du sauvetage des sociétés en difficulté. Il n'apparaît guère, en revanche, que les banques allemandes jouent un rôle direct dans ce domaine. Passant en revue les données pour l'Allemagne, Edwards et Fischer (1994) concluent que «les observations concernant le comportement des banques allemandes en cas de difficultés financières d'une entreprise ne corroborent pas l'idée que les banques peuvent réduire le coût des difficultés financières et de la faillite en surveillant et en contrôlant étroitement l'action des dirigeants d'entreprises en difficulté» (p. 175). Gorton et Schmid (1994) font état d'un lien entre le taux de rotation des membres du directoire et du conseil de surveillance, les mauvaises performances et les participations que les banques détiennent en propre dans les sociétés, mais pas avec les actions pour lesquelles elles disposent seulement d'un pouvoir

Corbett (1987) signale que lorsqu'une société rencontre des difficultés financières au Japon, la banque principale crée une équipe spéciale, qui pourra déléguer des conseillers à la société cliente. En revanche, Edwards et Fischer ne signalent pas de cas d'envoi, par les banques allemandes, de collaborateurs pour aider les entreprises en difficulté financière qui essaient de *se réorganiser* (p. 176).

La façon dont les banques opèrent dans les deux pays, l'Allemagne et le Japon, dont le système financier est essentiellement axé sur les banques, paraît donc différente. On constate que les banques japonaises sont plus actives que les banques allemandes pour le sauvetage d'entreprises en difficulté.

Le rôle des autres institutions financières

En 1970, les fonds de pension détenaient aux États-Unis moins de 9 pour cent de la capitalisation boursière. Ce chiffre atteignait en 1993 près d'un tiers, auquel il fallait ajouter les 16 pour cent détenus par les OPCVM et les compagnies d'assurance. Autrement dit, près de la moitié du capital des sociétés était aux mains d'investisseurs institutionnels en 1993. Au Royaume-Uni, les institutionnels détiennent environ les deux tiers de la capitalisation boursière, la part des fonds de pension et des sociétés d'assurance-vie étant d'environ 80 pour cent.

On considère très souvent que les investisseurs institutionnels, malgré leur poids, ne contrôlent pas les dirigeants des sociétés. On attribue ce phénomène à la dispersion des prises de participation des investisseurs institutionnels. Au total, les institutionnels détiennent une forte proportion du capital des sociétés au Royaume-Uni et aux États-Unis, mais ces participations sont dispersées entre un grand nombre d'investisseurs institutionnels, qui ne détiennent que rarement un pourcentage élevé du capital d'une entreprise. Si les investisseurs institutionnels diversifient, autant leurs participations, c'est à la fois pour des raisons de bonne gestion de leur portefeuille et pour des raisons d'ordre réglementaire. Mais il

semble que la diversification des investissements institutionnels atteint un niveau sensiblement plus élevé qu'il ne serait nécessaire pour obtenir les meilleurs résultats possibles ; on peut se demander à cet égard si cela n'est pas nocif du point de vue du gouvernement d'entreprise.

On constate une intervention de plus en plus marquée des investisseurs institutionnels au Royaume-Uni et aux États-Unis. Il suffira de citer pour les États Unis les deux organismes suivants : Berkshire Hathaway et Calpers. «Grâce à de gros paquets d'actions, qui atteignent souvent environ 10 pour cent du capital d'une société, les principaux dirigeants de Hathaway, généralement Warren Buffet ou Charles Munger, ont un siège au conseil d'administration et ils interviennent en cas de crise, comme la direction de Salomon Brothers a pu s'en rendre compte» (Roe, 1994, p. 224).

Les cas d'intervention active des investisseurs institutionnels sont également nombreux au Royaume-Uni. Stapledon (1996) indique que pour un échantillon stratifié (10 pour cent) des 695 sociétés prises en compte pour le calcul de l'indice FT-A All Share Index, les six institutionnels ayant les plus fortes participations détenaient en moyenne 31 pour cent du capital ordinaire. Dans les plus grandes de ces entreprises, les six participations les plus fortes atteignaient 19 pour cent du capital émis. Selon Stapledon, il n'est pas rare que les investisseurs institutionnels se coalisent, la coalition représentant entre 20 et 40 pour cent environ du capital émis. La coalition idéale comprend deux ou trois membres, quatre étant un maximum. Stapledon constate que les investisseurs institutionnels interviennent au Royaume-Uni depuis les années 50 pour modifier la direction de certaines entreprises et le nombre de ces interventions dans les années 90 donne à penser qu'on pourrait se trouver en présence d'un substitut de l'OPA. C'est généralement dans les petites et moyennes entreprises que les interventions réussissent le mieux, parce que la participation de chaque investisseur institutionnel dans les grandes entreprises est trop faible pour que des coalitions efficaces puissent se former. Malgré tout, les participations des investisseurs institutionnels souffrent de leur caractère indirect. Les investisseurs institutionnels sont eux-mêmes souvent en proie aux mêmes problèmes d'agence que les entreprises dans lesquelles ils investissent, et même lorsque leurs participations sont très concentrées, le problème du « contrôle du contrôleur » n'est pas pour autant réglé.

FINANCEMENT ET INVESTISSEMENT

On dispose d'un très grand nombre d'observations sur les modalités de financement des investissements dans les différents pays. Mayer (1990) expose un ensemble de faits stylisés concernant les modes de financement. Les bénéfices non distribués (y compris les amortissements) sont la principale source de financement dans tous les pays de l'OCDE. Le financement externe le plus important est assuré

par les concours bancaires. Au total, l'emprunt obligataire contribue en général assez peu au financement des entreprises. Les émissions d'actions ne représentent elles aussi qu'une faible proportion du financement des entreprises.

On constate cependant des différences très marquées d'un pays à l'autre. Les concours bancaires jouent un rôle beaucoup plus important dans certains pays, surtout la France et le Japon, que dans d'autres ils n'assurent qu'une part très faible des financements au Royaume-Uni et même en Allemagne, ce qui peut surprendre étant donné que le système financier allemand appartient à la catégorie des systèmes à dominante bancaire. L'emprunt obligataire constitue une source importante de financement des entreprises en Amérique du Nord, mais pas dans les autres régions de l'OCDE. Les émissions d'actions ne représentent qu'une proportion très faible (en fait négative ces dernières années) du financement des sociétés au Royaume-Uni et aux États-Unis, ce qui a également de quoi surprendre vu la sophistication des marchés d'actions dans ces deux pays.

McCauley et Zimmer (1989 et 1994) font observer que le coût du capital a été plus élevé au Royaume-Uni et aux États-Unis qu'en Allemagne et au Japon dans les années 80. La situation du Japon s'explique par un plus fort niveau d'endettement et, durant la deuxième moitié des années 80, par un coût beaucoup plus faible des capitaux propres. Une nette convergence du point de vue du coût du capital s'est produite dans les années 90 ; dans le cas du Japon, cela reflète la baisse du cours des actions à la Bourse de Tokyo. McCauley et Zimmer mesurent le coût du capital par rapport aux coefficients de capitalisation des résultats. Mais les différences observées d'un pays à l'autre pour les coefficients de capitalisation des résultats pouvant traduire des anticipations différentes de croissance des bénéfices et des facteurs d'actualisation, le niveau élevé de ces coefficients au Japon pourrait être dû à l'anticipation d'une forte croissance des bénéfices et non à un faible coût du capital.

Les données d'enquêtes recueillies récemment par Poterba et Summers (1996) font apparaître un coût du capital plus élevé aux États-Unis qu'au Japon. Environ un quart des 1 000 sociétés américaines prises en compte dans le magazine *Fortune* ont répondu au questionnaire qui leur a été adressé. Ces sociétés ont fait état en moyenne d'un taux critique de rentabilité réel légèrement supérieur à 12 pour cent, chiffre qu'il faut rapprocher pour les États-Unis d'un taux de rendement réel moyen de l'ordre de 7 pour cent pour les actions et d'un taux de rendement réel moyen à long terme de 7 pour cent environ pour les obligations. Une enquête similaire auprès d'un échantillon de grandes sociétés japonaises a donné un taux cible nominal de rendement de 10 pour cent.

Les systèmes financiers ne paraissent guère avoir d'influence directe sur le niveau de l'investissement dans les différents pays. Il est difficile de démêler les nombreux facteurs pouvant avoir un impact sur l'investissement. Mayer et Alexander (1990) signalent des ratios investissements/bénéfices similaires pour les

grandes entreprises en Allemagne et au Royaume-Uni au cours des années 80. Les sociétés du Royaume-Uni avaient un ratio dividendes/bénéfices (en proportion du résultat net) plus élevé que les sociétés allemandes, mais elles faisaient davantage appel aux financements extérieurs bancaires et obligataires. Un ratio de distribution de dividendes plus élevé peut permettre une meilleure allocation des ressources.

Mayer et Alexander (1995) constatent que la structure actionnariale a une incidence sur le financement et l'investissement dans le cas des sociétés du Royaume-Uni. Ils comparent à cet égard les sociétés cotées et non cotées, réparties par taille et secteur, pour la période 1980-1987. Les sociétés cotées distribuent sous forme de dividendes une proportion nettement plus élevée de leurs bénéfices, mais font beaucoup plus appel au financement par fonds propres que les sociétés non cotées. Au total, les sociétés non cotées investissent en biens matériels une proportion beaucoup plus élevée de l'ensemble de leurs sources de financement que les sociétés cotées.

Selon Mayer et Alexander, la principale différence entre les sociétés cotées et les sociétés non cotées tient à la nature de l'investissement. Les sociétés cotées procèdent à beaucoup plus d'acquisitions que les sociétés non cotées. Une grande partie des nouveaux fonds propres qu'elles lèvent est consacrée à l'acquisition d'autres entreprises et non à la croissance interne. En conséquence, les sociétés cotées croissent dans l'ensemble plus rapidement que celle des sociétés non cotées.

En conclusion, s'il est vrai que l'un pays à l'autre les sociétés se financent de façon sensiblement différente, les conséquences de ces différences sont loin d'être nettes. Le niveau plus élevé de distribution de dividendes des sociétés du Royaume-Uni par rapport aux sociétés allemandes et des sociétés cotées du Royaume-Uni par rapport aux sociétés non cotées pourrait être un signe d'efficacité des marchés d'actions, ceux-ci récompensant mieux l'actionnaire. En revanche, un niveau élevé de dividendes peut réduire les financements internes disponibles pour l'investissement. Par conséquent, bien que les marchés d'actions puissent influencer de diverses manières sur l'investissement des sociétés, par exemple à travers la réaction du marché boursier à de nouveaux programmes de dépenses en capital, on ne peut guère s'appuyer sur des éléments décisifs pour conclure à une influence des modes de financement de l'entreprise.

On n'a pas non plus clairement établi que le coût du capital soit différent d'un pays à l'autre. Le niveau plus élevé des taux-cible de distribution de dividendes au Royaume-Uni par rapport à l'Allemagne est peut-être dû à la nature des investissements réalisés par les entreprises. Comme on le verra dans la section qui suit, on peut normalement s'attendre, en fonction du marché des capitaux considéré, à des différences dans les types d'investissements,

RELATIONS, ENGAGEMENT ET CONFIANCE

Depuis une dizaine d'années, un large débat s'est ouvert à propos du rôle que peuvent jouer les systèmes financiers dans les relations entre entreprises. Cette question a été tout spécialement envisagée sous l'angle des relations entre les banques et les entreprises emprunteuses. On considère qu'en Allemagne et au Japon les relations qui s'établissent entre les banques et les emprunteurs se situent dans une perspective à plus long terme qu'au Royaume-Uni. On explique parfois ce phénomène par l'échéance différente des prêts bancaires selon le pays. La proportion moyenne des prêts bancaires aux entreprises ayant une échéance supérieure à un an est de l'ordre des deux tiers en Allemagne et de un tiers au Royaume-Uni. Mais des problèmes de mesure se posent dans ce domaine (voir Edwards et Fischer (1994)) et on ne sait pas très bien quelles sont les conséquences de la durée différente des prêts pour l'investissement des entreprises. Conformément aux modèles les plus récents fondés sur la théorie des contrats incomplets (voir, par exemple Hart et Moore, 1994), les prêts à court terme peuvent être utilisés pour limiter le risque de défaut stratégique de la part de l'emprunteur. Si tel est bien le cas, les prêts à court terme devraient permettre d'obtenir davantage de financements externes.

Sur le plan du degré d'engagement, les différences sont sans doute plus marquées d'un pays à l'autre en cas de financement par fonds propres qu'en cas de financement par l'emprunt. Franks et Mayer (1995) font état de structures actionnariales très différentes d'un pays à l'autre. En France et en Allemagne, dans plus de 85 pour cent des plus grandes sociétés cotées, un actionnaire détient plus de 25 pour cent du capital. Au Royaume-Uni, ce chiffre n'est que de 16 pour cent. Dans plus de la moitié des plus grandes sociétés allemandes et françaises, un actionnaire est majoritaire ; cette proportion n'est que de 6 pour cent au Royaume-Uni.

Les différences du point de vue de la nature des participations sont encore plus nettes. En dehors du Royaume-Uni et des États-Unis, une forte proportion du capital des entreprises les plus grandes est détenue par des sociétés fermées. En Allemagne, par exemple, les sociétés anonymes ne représentent que 20 pour cent du chiffre d'affaires total et seulement une faible proportion d'entre elles est cotée en bourse. Comme on l'a vu, ce sont les institutions financières qui détiennent la majorité du capital au Royaume-Uni (et, dans une moindre mesure, aux États-Unis). En Allemagne et en France, les actionnaires dominants sont les structures familiales et les autres sociétés. Contrairement à ce qu'on pense habituellement, en Allemagne, les banques ne détiennent pas pour leur propre compte une forte proportion du capital des sociétés, même si elles disposent de pouvoirs pour les actions au porteur de particuliers dont elles assurent la garde.

On peut distinguer en Europe deux types de sociétés. Premièrement, une majorité de sociétés ont un actionnariat concentré (un actionnaire détient au moins

25 pour cent du capital). Dans ces sociétés, ce sont ces actionnaires qui exercent le contrôle et les banques ne jouent qu'un rôle limité. Deuxièmement, une faible proportion de sociétés ont un actionnariat dispersé. Selon Franks et Mayer (1995a) les banques exercent un large contrôle dans ces sociétés à actionnariat dispersé, essentiellement par le biais des procurations de vote et par le biais de leur représentation au conseil de surveillance.

En dehors de l'actionnariat concentré faisant intervenir des structures familiales ou d'autres sociétés, Franks et Mayer (1995a) décrivent des dispositifs actionnariaux complexes. Lorsque le principal actionnaire d'une société est une autre société, il faut se demander à qui appartient cette dernière société. Dans certains cas, il faut remonter plusieurs niveaux hiérarchiques pour savoir qui exerce en définitive le contrôle. Deuxièmement, en France et, dans une moindre mesure, en Allemagne, il existe des participations imbriquées pouvant prendre la forme de participations croisées directes ou de dispositifs plus complexes.

Comme le notent Franks et Mayer (1995b), on a alors à faire à un « système interne » de contrôle des sociétés, dans lequel les sociétés sont détenues et contrôlées les unes par les autres et par des structures familiales. Les actionnaires externes n'exercent qu'un faible contrôle. Par contre, le Royaume-Uni et les États-Unis ont un « système extérieur » de contrôle des sociétés, dominé par un grand nombre de petits porteurs.

Le problème est de savoir en quoi ces modes différents d'actionnariat influent sur la façon dont les sociétés sont contrôlées et sur leurs performances. Comme on l'a vu, l'un des effets de la concentration de l'actionnariat est de favoriser un gouvernement et un contrôle de l'entreprise plus directs. Mais un actionnariat concentré peut également favoriser des relations plus étroites et un degré plus élevé d'engagement. Premièrement, la concentration de l'actionnariat pourra être le fait d'investisseurs avec lesquels la société a des relations commerciales, par exemple des fournisseurs ou des clients. Williamson (1975) souligne le rôle des coûts de transaction dans le choix d'une organisation des activités au sein de l'entreprise et non par l'intermédiaire des marchés. Les participations croisées entre sociétés peuvent avoir des effets similaires.

Deuxièmement, même si les relations commerciales n'interviennent pas dans la concentration de l'actionnariat, celle-ci peut être propice à un degré plus élevé d'engagement. Lorsque l'actionnariat est dispersé, l'actionnaire peut cesser ses relations avec les autres parties prenantes (notamment les salariés, les fournisseurs et les clients) sans avoir à subir certains coûts. En revanche, le détenteur d'une très forte participation ne peut pas liquider anonymement ses titres et est donc comptable des effets de ses actes. Lorsque les diverses parties prenantes ont à subir les conséquences négatives d'une cession de titres par un gros actionnaire, la réputation de ce dernier peut en souffrir. Dans les systèmes du Royaume-Uni et des États-Unis, caractérisés par un actionnariat dispersé et anonyme, la confiance et l'engage-

ment ont donc du mal à s'imposer, alors que les systèmes de l'Europe continentale et du Japon, dominés par de gros actionnaires identifiables, permettent l'instauration de relations plus étroites.

L'engagement et la confiance sont très importants lorsque les activités de production supposent la participation et des investissements d'un grand nombre de parties prenantes. Les procédés complexes de fabrication exigeant une multiplicité de dispositifs d'achat et de vente peuvent être très tributaires de structures de propriété favorisant l'engagement et la confiance. Il en est de même pour les activités qui exigent des salariés des investissements spécifiques à l'entreprise (formation et acquisition de qualifications). Pour que ces investissements soient réalisés, l'employeur pourra être conduit à prendre des engagements d'emploi de longue durée et de carrière au sein de l'entreprise.

L'engagement et la confiance pourront jouer un moindre rôle dans les activités de production qui s'appuient davantage sur l'innovation et le succès imprévu de certaines découvertes, par exemple les hautes technologies comme la biotechnologie. De plus, les structures actionnariales complexes et la concentration de l'actionariat peuvent nuire à l'adaptabilité et entraver la restructuration d'une entreprise ou d'un secteur. Lorsque, par exemple, le changement technologique appelle une rationalisation en profondeur, cette rationalisation peut être difficile à négocier si le capital appartient à de gros actionnaires. Les fusions par OPA permettront sans doute d'opérer ces changements de façon bien plus efficace.

En résumé, les différences les plus notables entre les systèmes financiers ne tiennent pas aux modes de financement et d'investissement, mais à la structure actionnariale et au contrôle des entreprises. Les différences sont très marquées quant à la concentration et à la nature de l'actionariat. Elles sont liées au degré de surveillance et de contrôle que les actionnaires exercent. Mais elles sont liées également au degré d'engagement et de confiance observé entre les différentes parties prenantes. Un degré élevé d'engagement et de confiance est souhaitable pour certaines activités, mais ce n'est pas toujours le cas.

CONCURRENCE ET GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

La concurrence sur les marchés de produits est généralement fonction de l'efficacité allocative et productive. La concurrence favorise l'offre de biens et de services au moindre coût et à un prix traduisant le coût de production. Mais, à la lumière de la discussion précédente, cela n'est pas nécessairement vrai pour les marchés de capitaux comme le note Mayer (1988) et comme le montre le modèle de Petersen et Rajan (1995). La concurrence peut nuire au développement de relations à long terme entre les entreprises et les institutions financières. A titre d'exemple, les banques pourraient n'être prêtes à secourir une entreprise en difficulté financière que dans la mesure où cela leur rapporte à long terme. Un environnement

dans lequel la concurrence règne sur les marchés de capitaux et dans lequel les entreprises ont la possibilité de faire appel à la source de financement la moins coûteuse une fois surmontées leurs difficultés financières pourrait ainsi freiner le renflouement par les banques. D'un autre côté, des restrictions à la concurrence sur les marchés de capitaux pourraient aboutir à l'exploitation de monopoles par les emprunteurs, comme le notent Hellwig (1991) et von Thadden (1995). C'est ainsi que les réglementations en matière de dotation en capital créent des barrières à l'entrée dans le secteur bancaire et confèrent une rente de monopole aux banques en place en leur permettant de pratiquer des taux excessifs à l'égard des entreprises.

Selon Mayer (1994), il peut y avoir des équilibres multiples dans la structure des marchés de capitaux et de produits. Cet auteur oppose les systèmes bancaires où les banques prêtent aux entreprises qui se trouvent à un stade intermédiaire de leur développement (cas du financement des PME en Allemagne) à ceux où les sociétés font appel à l'émission d'actions. Dans ce dernier cas, la dispersion de l'actionnariat qui en résulte peut décourager les banques d'entretenir avec les entreprises des relations à long terme. S'attendant à ce que les entreprises aient un actionnariat dispersé et anonyme ne pouvant pas s'attacher à un seul prêteur, les banques ne leur prêteront pas et ces entreprises seront réduites à faire appel au marché financier, ce qui justifiera la réticence des banques à les financer. Par contre, lorsque les banques accordent les financements recherchés, l'actionnariat peut rester concentré et les entreprises peuvent faire preuve à l'égard des banques de l'engagement nécessaire pour que celles-ci jouent le rôle de prêteur au premier chef.

On voit donc qu'il peut y avoir des différences essentielles du point de vue du cycle de vie de l'entreprise. Dans certains pays, les banques financent les entreprises à un stade très important, celui du stade de développement intermédiaire, alors que dans d'autres pays les entreprises s'adressent au marché financier. Dans le système dominé par les banques, l'actionnariat reste concentré et des relations à long terme s'instaurent. Dans les systèmes dominés par le marché financier, l'actionnariat est dispersé et la souplesse l'emporte sur l'engagement. Il existerait donc de fortes interactions entre la structure des marchés de capitaux et celle des marchés de produits.

Les différences observées du point de vue du cycle de vie des entreprises se répercutent sur la structure industrielle. Les dispositifs complexes d'actionnariat comportant des participations croisées entre entreprises aboutissent à la création de grands groupes et à une forte concentration sur les marchés de produits. La généralisation de l'actionnariat familial se traduit par une concentration de la propriété entre les mains d'un petit nombre de familles. Cela aboutit à l'exploitation de monopoles et à une situation d'inefficience allocative.

Les systèmes de propriété de type interne peuvent donc être bénéfiques sur le plan du gouvernement d'entreprise et des relations entre les entreprises, mais ils risquent de poser des problèmes pour le fonctionnement des marchés de produits. Les systèmes de gouvernement d'entreprise les plus bénéfiques sont sans doute ceux où un système de type interne se double d'une concurrence efficace sur les marchés de produits. Par exemple, l'abus de situations de monopole par les keiretsu japonais a été évité par la création de groupes industriels concurrents.

Réciproquement, l'intensité de la concurrence sur les marchés de produits et sur les marchés de capitaux influe sur l'évolution des systèmes de gouvernement d'entreprise. En présence de marchés concurrentiels, on pourrait s'attendre à ce que les formes les plus efficaces de gouvernement d'entreprise apparaissent d'elles-mêmes. Mais la réglementation et les restrictions aux échanges peuvent entraver ce processus. En l'absence de concurrence internationale, la sélection naturelle des formes les plus efficaces de gouvernement d'entreprise peut ne jouer que très peu. Comme on l'a vu en introduction, les dispositifs de gouvernement d'entreprise sont profondément influencés par les lois et réglementations concernant l'actionnariat et le contrôle des entreprises et des institutions financières. C'est ainsi que dans beaucoup de pays d'Europe continentale les règles concernant les restrictions au droit de vote, les procurations de vote et le mandat des membres des conseils d'administration constituent un sérieux obstacle à l'apparition d'un marché du contrôle des sociétés. C'est seulement avec une plus forte intégration internationale des marchés de produits et des marchés de capitaux que des pressions se sont exercées dans le sens de réformes.

L'un des éléments les plus controversés des nouvelles formules de gouvernement d'entreprise a trait à la concurrence sur le marché du contrôle des sociétés, en l'occurrence aux OPA inamicales. L'idée est que les caractéristiques jugées souhaitables de la concurrence sur les marchés de produits peuvent être étendues au marché de la propriété des sociétés. Mais c'est la concurrence sur les marchés de produits qui permet d'obtenir l'efficacité allocative. L'efficacité productive peut être obtenue grâce à plusieurs formes de gouvernement d'entreprise, le marché du contrôle des sociétés n'en étant qu'une parmi d'autres. Un marché concurrentiel de la propriété des entreprises, peut non seulement être inutile lorsqu'un marché de produits est concurrentiel, mais peut également empêcher que s'instaurent entre les parties prenantes les relations à long terme nécessaires à l'efficacité dynamique.

La privatisation des services d'utilité publique conduit à se demander si un actionnariat dispersé et un marché du contrôle des sociétés sont souhaitables lorsqu'il est difficile de créer une situation de concurrence sur le marché des produits. On ne dispose à ce sujet que de très peu d'éléments jusqu'à une période récente, les services d'utilité publique privatisés au Royaume-Uni étaient protégés par le mécanisme de l'action spécifique, l'État se réservant le contrôle ultime et

étant seul juge pour autoriser ou non un changement de propriété. Les actions spécifiques ayant été supprimées, il s'est créé un marché actif du contrôle des entreprises d'utilité publique. Celles-ci peuvent être incitées à privilégier l'efficacité productive et à agir dans l'intérêt de leurs actionnaires, par exemple en leur versant des dividendes plutôt qu'en procédant à une diversification non rentable. Mais les actionnaires pourront y gagner au détriment des clients. Lorsque des marchés ne sont pas concurrentiels, c'est aux autorités réglementaires qu'il incombe de déterminer les cas d'abus de monopole. Or, ces autorités n'ont pour ce faire que des informations limitées et leur tâche est rendue plus complexe par les rachats qui fusionnent les activités d'utilité publique avec d'autres activités. Il n'est donc pas du tout évident que les systèmes de gouvernement d'entreprise de type extérieur et l'existence d'un marché du contrôle des sociétés soient bénéfiques lorsqu'on a affaire à un monopole naturel.

C'est dans le cas des droits monopolistiques que les systèmes de l'intervenant extérieur sont peut-être le plus adéquats. La principale caractéristique de ces systèmes est de créer un marché des droits à la détermination de la politique de l'entreprise. De ce fait, la politique de l'entreprise aura davantage tendance à réagir rapidement à de nouvelles possibilités; si elle ne réagit pas, la propriété et le contrôle se modifieront. Par conséquent, les systèmes de type externe peuvent être particulièrement bien placés pour réagir aux possibilités commerciales résultant de l'apparition de nouvelles technologies et de nouveaux marchés internationaux. L'adaptation rapide qui est indispensable peut être entravée par l'existence d'un réseau complexe d'interrelations entre les entreprises et les autres parties prenantes, caractéristique des systèmes de type interne. L'intérêt pour les systèmes de type interne qui se manifeste depuis peu au Royaume-Uni et aux États-Unis, interviendrait donc, exactement au moment où, en raison de la révolution des technologies de l'information et de la mondialisation des marchés, les systèmes de type extérieur paraissent les plus adéquats.

CONCLUSION

Cet article a été l'occasion d'analyser les interrelations entre le gouvernement d'entreprise et la performance de l'entreprise. Il s'agit d'un domaine d'étude encore embryonnaire et il est indéniablement trop tôt pour pouvoir considérer que l'action des pouvoirs publics doit consister à sélectionner les modalités optimales de gouvernement d'entreprise. En fait, l'opinion la plus répandue est la suivante : vu notre ignorance, la concurrence entre des systèmes financiers est préférable à leur harmonisation. Nous ne savons tout simplement pas quel est des deux systèmes, de l'intervenant interne ou extérieur, celui qui est le meilleur, et même si nous pouvons penser que l'un ou l'autre est plus satisfaisant pour certains marchés et à certains moments, il est peu probable que cela se vérifie dans tous les cas. Nous avons examiné l'influence des systèmes de gouvernement d'entreprise sur les

mécanismes d'incitation et de discipline qui s'exercent à l'égard des gestionnaires, la restructuration des entreprises, le financement et l'investissement, l'engagement et la confiance. Nous avons noté que les liens entre les systèmes de gouvernement d'entreprise et ces mécanismes d'incitation et de discipline étaient loin d'être clairs. Sans entrer dans le détail, il semblerait y avoir une différence entre les dispositifs très incitatifs qu'on rencontre au Royaume-Uni et aux États-Unis et les dispositifs pratiqués en Allemagne et au Japon. Mais les éléments limités dont on dispose actuellement ne confirment pas cette allégation. De même, alors que le mécanisme de discipline résultant de l'existence d'un marché du contrôle des sociétés au Royaume-Uni paraît très différent de celui qui découle du conseil de surveillance en Allemagne, la façon dont cette discipline s'instaure effectivement est très similaire dans les deux pays : dans les deux cas, un actionnariat concentré se met en place dans les entreprises peu performantes et un marché des participations minoritaires entre en jeu. Les systèmes financiers ne paraissent pas se différencier fondamentalement du point de vue des incitations ou des sanctions.

De la même manière, alors qu'on pourrait penser que le financement des entreprises est extrêmement différent en Allemagne et au Royaume-Uni, les faits ne le confirment pas. Le système bancaire allemand ne se traduit pas par un niveau élevé de financement bancaire et le marché des actions au Royaume-Uni n'assure pas au total énormément de financements externes à l'industrie. Les banques japonaises prennent part à la restructuration des entreprises en difficulté, beaucoup plus que les banques allemandes. Le coût du capital est peut-être différent d'un pays à l'autre, mais il n'existe jusqu'à présent aucun élément fiable à ce sujet.

Malgré tout, les systèmes de gouvernement d'entreprise sont très différents d'un pays à l'autre. Ces différences concernent l'actionnariat et le contrôle des sociétés. La concentration de l'actionnariat est nettement plus forte en Europe continentale et au Japon qu'au Royaume-Uni et aux États-Unis. Les institutions financières sont les actionnaires influents au Royaume-Uni et aux États-Unis, alors que dans la plupart des autres pays se sont les structures familiales et les autres sociétés. La concentration de l'actionnariat favorise un gouvernement d'entreprise plus actif et l'instauration de relations à long terme. Mais la concentration de l'actionnariat peut servir à tirer de l'entreprise un avantage privé au lieu d'agir dans son intérêt plus large. En outre, l'absence de relations à long terme peut être positive. Lorsqu'il faut modifier la politique de la société, il peut être bénéfique de substituer un marché pur et simple du contrôle des sociétés à l'influence qui s'exerce notamment par le biais du degré d'engagement, des intérêts acquis et des groupes de pression.

Une interprétation des faits est que les principales différences entre les systèmes financiers concerneraient la formulation, la mise en œuvre et l'adaptation de la stratégie des entreprises plutôt que les mécanismes d'incitation et de discipline ou le financement et l'investissement. Les systèmes de type interne sont plus

efficaces lorsque doivent s'instaurer des relations avec tout un ensemble de parties prenantes. Les systèmes de type extérieur permettent mieux de faire face au changement.

Nous avons mis en lumière les profondes interactions entre la concurrence et le gouvernement d'entreprise. Premièrement, la concurrence sur les marchés de capitaux peut avoir une incidence sur l'instauration de relations à long terme entre les institutions financières et les entreprises. Deuxièmement, les réseaux de participations entre sociétés peuvent créer de grands groupements qui entravent la concurrence sur les marchés de produits. Troisièmement, la concurrence sur les marchés de produits peut affecter la vitesse d'apparition de systèmes optimaux de gouvernement d'entreprise.

Pour éviter l'abus de situation de monopole dans le cadre de systèmes de type interne, la présence de groupes concurrents peut être nécessaire. Mais les ouvrages récents consacrés au gouvernement d'entreprise montrent qu'on ne peut pas purement et simplement étendre au marché du contrôle des sociétés les bienfaits de la concurrence sur les marchés de produits. Le marché du contrôle des sociétés peut nuire au bon gouvernement de l'entreprise et à de bonnes relations entre les entreprises. C'est en fonction des modalités des activités des sociétés qu'ils sont censés servir que les systèmes de gouvernement d'entreprise devraient être conçus.

La réglementation exerce une profonde influence sur l'évolution des systèmes de gouvernement d'entreprise. Elle traduit tout autant qu'elle influence les différences observées d'un pays à l'autre du point de vue de l'organisation des entreprises. Compte tenu de notre connaissance limitée des systèmes de gouvernement d'entreprise, une réglementation permissive paraît préférable à une réglementation restrictive. La mondialisation de plus en plus marquée des marchés de produits et des marchés de capitaux imposera rapidement les modalités optimales de gouvernement d'entreprise. Toute réglementation entravant ce processus sera nuisible à la compétitivité des nations. Il faudrait que dans toute la mesure du possible les sociétés soient libres de choisir les formes qu'elles préfèrent pour leur organisation et pour leurs relations avec les autres entreprises et les autres institutions. Ce n'est pas parce que le marché du contrôle des sociétés est susceptible d'affaiblir les relations entre les entreprises qu'il faut pour autant adopter des réglementations anti-OPA : laissons les sociétés, si elles le souhaitent, choisir des modalités de gouvernement d'entreprise décourageant les OPA. De même, il faut surveiller de près et sanctionner efficacement les abus qui peuvent être commis à l'encontre des actionnaires minoritaires et de la concurrence, mais cela ne justifie pas pour autant des réglementations empêchant les sociétés de choisir leur système de gouvernement d'entreprise.

NOTES

1. On notera qu'il existe plusieurs définitions des systèmes de l'intervenant interne et de l'intervenant extérieur. On utilise parfois l'expression « système de l'intervenant interne » pour distinguer la détention d'actions par les administrateurs de l'entreprise de la détention extérieure par des non-administrateurs. Dans certains cas, on vise l'exercice direct du contrôle par les investisseurs (individuels ou institutionnels), qu'on oppose aux mécanismes externes comme les OPA.
2. On pourrait considérer que la menace d'OPA a un effet disciplinaire même si les sociétés cibles sont performantes. Mais de très bonnes performances ne sont pas nécessairement la meilleure défense contre une menace d'OPA.

BIBLIOGRAPHIE

- AOKI, M. (1994a), «The Japanese firm as a system of attributes: A survey and research agendas», dans M. Aoki and R. Dore (éd.), *The Japanese firm: Sources of Competitive Strength*, Oxford University Press, Oxford.
- AOKI, M. (1994b), «The gains from organizational diversity: An evolutionary game parable», dans H. Siebert (éd.), *Trends in Business Organization: Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness*, J.C.B. Mohr, Tubingen.
- BERLE, A. et G. MEANS (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York.
- BLACK, B. et J. COFFEE (1993), «Hail Britannia?: Institutional investor behaviour under limited regulation», document ronéotypé.
- BLINDER, A. (1991), «Profit maximization and international competition», dans R. O'Brien (éd.), *Finance and the International Economy 5: The AMEX Rank Review Prize Essays: In Memory of Robert Marlin*, Oxford, University Press, Oxford.
- BULOW, J. et J. SHOVEN (1978), «The bankruptcy decision», *Bell journal of Economics*, 9, pp. 437-456.
- CADBURY, A. (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee & Co. Ltd.
- CONYON, M. (1994), «Corporate governance changes in UK companies between 1988 and 1993», *Corporate Governance*, 2, pp. 87-99.
- CONYON, M., P. GREGG et S. MACHIN (1995), «Taking care of business: Executive compensation in the UK», *Economic journal*, 105, pp. 704-714.
- COUGHLAN, A. et R. SCHMIDT (1985), «Executive compensation, managerial turnover and firm performance», *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp. 43-66.
- DIAMOND, D. (1984), «Financial intermediation and delegated monitoring», *Review of Economic Studies*, 51, pp. 393-414.
- EDWARDS, J. et K. FISCHER (1994), *Banks, Finance and Investment in Germany*, Cambridge University Press, Cambridge.
- FAMA, E. (1980), «Agency problems and the theory of the firm», *Journal of Political Economy*, 88, pp. 288-307.
- FRANKS, J. et C. MAYER (1995a), «Ownership, control and the performance of German corporations», document ronéotypé.

- FRANKS, J. et C. MAYER (1995b), «Ownership and control» dans H. Siebert (éd.), *Trends in Business Organization: Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness?*, J.C.B. Mohr, Tubingen.
- FRANKS, J. et C. MAYER (1996), «Hostile takeovers and the correction of managerial failure», *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 163-181.
- FRANKS, J., C. MAYER et L. RENNEBOOG (1995), «The role of large share stakes in poorly performing companies», document ronéotypé.
- GAREN, J. (1994), «Executive compensation and principal-agent theory», *Journal of Political Economy*, 102, pp. 1175-1199.
- GERTNER, R. et D. SCHARFSTEIN (1991), «A theory of workouts and the effects of reorganization law», *Journal of Finance*, 46, pp. 1189-1222.
- GORTON, G. et F. SCHMID (1994), «Universal banking and the performance of German firms», document ronéotypé.
- GRUNDFEST, J. (1990), «(Subordination of American capital)», *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 89-114.
- HART, O. et J. MOORE (1994), «A theory of debt based on the inalienability of human capital», *Quarterly Journal of Economics*, 109, pp. 840-879.
- HAUBRICH, J. (1994), «Risk aversion, performance pay and the principal-agent problem», *Journal of Political Economy*, 102, pp. 258-276.
- HELLWIG, M. (1991), «Banking, financial intermediation and corporate finance», dans A. Giovannini and C. Mayer (éd.), *European Financial Integration*, Cambridge University Press, Cambridge.
- HERMALIN, B. et M. WEISBACH (1991), «The effects of board composition and direct incentives on firm performance», *Financial Management*, Winter, pp. 101-112.
- HERZEL, L. et R. SHEPRO (1990), *Bidders and Targets: Mergers and Acquisitions in the US*, Blackwell, Oxford.
- HOSHI, T., A. KASHYAP et D. SCHARFSTEIN (1990), «The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan», *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 67-88.
- HOSHI, T., A. KASHYAP et D. SCHARFSTEIN (1991), «Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups», *Quarterly Journal of Economics*, 106, pp. 33-60.
- JENSEN, M. et K. MURPHY (1990), «(Performance pay and top-management incentives)», *Journal of Political Economy*, 98, pp. 225-264.
- KAPLAN, S. (1994), «Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States», *Journal of Political Economy*, 102, pp. 510-546.
- McCAULEY, R. et S. ZIMMER (1989), «Explaining international differences in the cost of capital», *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 14, pp. 7-28.
- McCAULEY, R. et S. ZIMMER (1994), «Exchange rates and international differences in the cost of capital», dans Y. Ahimred and R. Levich (éds.), *Exchange Rates and Corporate Performance*, Irwin, Burr Ridge, Ill.

- McCONNELL, J. et H. SERVAES (1990), «Additional evidence on equity ownership and corporate value»), *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 595-612.
- MAIN, B. (1995), «The governance of remuneration for senior executives», mimeo, University of Edinburgh.
- MAIN, S. et J. JOHNSTON (1993), «Remuneration committees and corporate governance», *Accounting and Business Research*, 23, pp. 351-362.
- MANNE, H. (1965), «Mergers and the market for corporate control», *Journal of Political Economy*, 73, pp. 110-120.
- MAYER, C. (1988), «New issues in corporate finance», *European Economic Review*, 32, pp. 1167-1189.
- MAYER, C. (1990), «Financial systems, corporate finance and economic development», dans R.G. HUBBARD (éd.), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, University of Chicago Press, Chicago.
- MAYER, C. (1994), «Money and banking: Theory and evidence», *Oxford Review of Economic Policy*, 10, pp. 1-13.
- MAYER, C. et I. ALEXANDER (1990), «Banks and securities markets: Corporate financing in Germany and the United Kingdom », *Journal of the Japanese and International Economies*, 4, pp. 450-475.
- MAYER, C. et I. ALEXANDER (1994), «(Stock markets and corporate performance: A comparison of publicly listed and private companies», document ronéotypé.
- MILGROM, P. et J. ROBERTS (1992), *Economics, Organization and Management*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N.J.
- MIYAMA, H. (1995), «Bank centred corporate groups and investment: Evidence from the first phase of high growth era in Japan», document ronéotypé.
- MORCK, R., A. SHLEIFER et R. VISHNY (1988), «(Management ownership and market valuation: An empirical analysis», *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293-315.
- MURPHY, K. (1994), «Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis», *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp. 11-42.
- PETERSEN, M. et R. RAJAN (1995), «The effect of credit market competition on lending relationships», *Quarterly Journal of Economics*, 110, pp. 407-443.
- POTERBA, J. et L. SUMMERS (1996). «Time horizons and hurdle rates of American firms», *Sloan Management Review*.
- PROWSE, S. (1990), «Institutional investment patterns and corporate financial behaviour in the United States and Japan», *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 43-66.
- ROE, M. (1994), *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton.
- ROSEN, S. (1992), «Contracts and the market for executives» dans L. Werin and H. Wijkander (éd.), *Contract Economics*, Blackwell, pp 181-211, Oxford.

- SCHNEIDER-LENNE, E. (1994), «The role of the German capital markets and the universal banks, supervisory boards and interlocking directorships», dans N. Dimsdale and M. Prevezer (éds.), *Capital Markets and Corporate Governance*, Clarendon Press, Oxford.
- SHARPE, S. (1990), «Asymmetric information, bank lending and implicit contracts: A stylized model of customer relationships», *Journal of Finance*, 45, pp. 1069-1087.
- SHLEIFER, A. et R. VISHNY (1986), «Large shareholders and corporate control», *Journal of Political Economy*, 94, pp. 461-488.
- SHLEIFER, A. et R. VISHNY (1996), «A survey of corporate governance», Document de travail du National Bureau of Economic Research.
- STAPLEDON, G.P. (1996), *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, Oxford: Clarendon Press.
- VON THADDEN, E. (1995), «Long-term contracts, short-term investment and monitoring», *Review of Economic Studies*, 62, pp. 557-575.
- WARNER, J., R. WATTS et K. WRUCK (1988), «Stock prices, event prediction and event studies: An examination of top management restructurings», *Journal of Financial Economics*, 20.
- WEISBACH, M. (1988), «Outside directors and CEO turnover», *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 431-460.
- WHITE, M. (1980), «Public policy towards bankruptcy: Me-first and other priority rules», *Bell Journal of Economics*, 11, pp. 550-564.
- WILLIAMSON, O. (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, The Free Press.
- WRUCK, K. (1989), «Equity ownership concentration and firm value», *Journal of Financial Economics*, 23, pp. 3-28.
- YERMACK, D. (1995), «Good timing: CEO stock option awards and company news announcements», manuscrit, New York University.