

La gouvernance au cœur de l'administration des entreprises 183s6

L'impact de la gouvernance sur la performance et la valorisation d'une entreprise

L'essentiel

La *corporate governance* désigne l'organisation du contrôle et de la gestion de l'entreprise. L'approche considère sous cette terminologie les systèmes d'amélioration de la performance au bénéfice des ayants droit. L'article montre à travers les différents systèmes de *rating* mis en place au plan international une relation significative entre les améliorations de *corporate governance* et la valorisation des entreprises. Cette relation s'atténue après 2000 du fait d'un effet d'apprentissage pour les entreprises. Par ailleurs, tant les mesures anti-prise de contrôle que les structures permettant l'enracinement des dirigeants ont des effets négatifs sur la valorisation des entreprises.

par
Maurice NUSSENBAUM
Professeur à l'université
Paris Dauphine, expert
financier agréé par
la Cour de cassation,
président de Sorgem
évaluation, expert
judiciaire agréé par la
Cour de cassation

La « *corporate governance* » ou gouvernance d'entreprise désigne l'organisation du contrôle et de la gestion de l'entreprise ⁽¹⁾.

Les deux exemples qui suivent vont permettre de se sensibiliser à différentes questions soulevées par l'impact de la gouvernance

sur les performances des organisations.

À partir d'un échantillon d'environ 9 000 entreprises, cotées ou non cotées, et dont les données sont accessibles à travers les statistiques relatives aux cartes de Sécurité sociale, M. Bennedsen et d'autres auteurs ⁽²⁾ ont mesuré l'impact de l'hospitalisation des *chief executive officer* (CEO) sur l'activité et la rentabilité de leurs entreprises et ont établi que cet impact est largement supérieur à celui de l'hospitalisation d'autres cadres supérieurs. L'analyse montre également que les probabilités de remplacement des CEO augmentent avec leur durée d'hospitalisation. Cette analyse permet de mettre en évidence le rôle central du CEO dans la performance des entreprises. Le CEO apparaît ainsi comme la clé de voute du système de gouvernance et d'organisation de l'entreprise.

Sur un tout autre plan, dans une étude consacrée à l'affrontement de l'Angleterre contre Napoléon, Roger Knight ⁽³⁾ montre que la victoire de l'Angleterre n'a pas résulté uniquement de la bataille de Waterloo mais de l'affrontement de deux systèmes de gouvernance de l'économie pour conduire l'effort de guerre. L'auteur met en avant la supériorité du système anglais dans la coordination à la fois de son système financier en vue du financement de l'effort de guerre (estimé à 200 % du *gross national product* (GNP)) et de son système industriel de défense pour

assurer les équipements nécessaires tant pour la marine que pour les armées de terre.

Ces deux exemples mettent en avant l'impact de l'organisation du commandement dans le succès de tout type d'entreprise.

La notion de gouvernance (*corporate governance*) est une notion étroite pour la théorie financière puisqu'elle se situe uniquement dans le champ de la performance financière et dérive en cela de la théorie de l'agence qui traite des conséquences économiques de la séparation entre les propriétaires du capital (les actionnaires) et les managers de l'entreprise.

La première définition de la *corporate governance* a été donnée dans le rapport Cadbury ⁽⁴⁾ comme le système par lequel l'entreprise est dirigée et contrôlée.

Les apporteurs de capitaux (actionnaires principalement) étant obligés dans la grande entreprise moderne de déléguer leur pouvoir à des managers, ils doivent mettre en place les conditions les plus à même de leur permettre de retirer un rendement suffisant de leurs investissements.

L'écart entre le rendement réel et le rendement optimal est appelé « coûts d'agence ». Ceux-ci dérivent de cette délégation.

L'organisation optimale de la gouvernance consiste à réduire les coûts d'agence en définissant les mécanismes d'incitation qui permettent d'aligner les intérêts des managers sur ceux des actionnaires.

Les systèmes de *corporate governance* comportent des caractéristiques internes et externes. Parmi les caractéristiques internes on compte les règles de fonctionnement du conseil d'administration et de ses comités, et notamment du comité d'audit et de celui des rémunérations. Elles comprennent également les règles qui définissent la structure de propriété et la répartition du pouvoir entre les différentes catégories d'actionnaires.

Les caractéristiques externes de la *corporate governance* vont au-delà du contrôle par les actionnaires :

– elles comprennent le pouvoir de contrôle des détenteurs de blocs ainsi que celui des analystes externes ;

(1) V. en outre la définition de G. Charreaux, *Étude des systèmes décisionnels qui délimitent les pouvoirs décisionnels des dirigeants*, Encyclopédie des ressources humaines Vuibert, 2003, p. 628 à 640.

(2) M. Bennedsen, F. Perez Gonzalez et D. Wolfenzon « Evaluating the impact of the boss : Evidence from CEO hospitalization events », janv. 2012, *working paper*, www.stanford.edu.

(3) R. Knight, *Britain against Napoleon : The operations of victory*, Allen Lane, 2013, p. 678.

(4) A. Cadbury, *The Code of Best Practice on Corporate Governance*, 1992, v. *Committee on corporate governance*.

– elles comprennent également les fonctions accordées aux auditeurs externes et la gestion des prises de contrôle notamment à travers les mécanismes anti-prises de contrôle ;

– elles comportent aussi des mécanismes de régulation mis en place par le législateur pour définir les pouvoirs et assurer la protection des actionnaires minoritaires.

Ainsi, au-delà des aspects purement éthiques ou sociologiques de la gouvernance, son but ultime, pour la théorie financière, est d'améliorer la performance de l'entreprise au bénéfice de ses ayants droit.

Il existe donc une certaine ambiguïté entre les effets purement financiers (à court et à long terme de la *corporate governance*) et ses effets sociétaux sur le fonctionnement des entreprises qui dépassent les seuls intérêts des actionnaires. La théorie financière se limite à l'analyse des effets financiers.

Pour évaluer l'efficacité des différentes règles et systèmes mis en place, il faut en mesurer les effets en les comparant d'une entreprise à une autre et d'un pays à un autre.

On peut effectuer cette analyse principalement à l'aide d'indicateurs globaux de la *corporate governance* ou bien en analysant spécifiquement les effets des différentes composantes de la *corporate governance*.

C'est pourquoi notre analyse comprendra deux parties : l'analyse des effets de la *corporate governance* à l'aide des indicateurs globaux de *corporate governance* (I) et l'analyse des impacts spécifiques des composantes internes et externes de la *corporate governance* : administrateurs externes, fonctionnement du conseil d'administration, investisseurs institutionnels et marché du contrôle (II).

L'analyse de l'impact de la *corporate governance*, que ce soit sur les performances des entreprises ou sur leur valorisation, se fait à l'aide de tests économétriques consistant à corrélérer les systèmes mis en place dans les entreprises avec leurs performances. Cette analyse est toujours statistiquement délicate du fait d'une certaine indétermination du sens de la causalité. Les méthodes de test utilisées doivent adresser ces questions de manière adéquate ⁽⁵⁾.

I. ANALYSE DES EFFETS DE LA CORPORATE GOVERNANCE À L'AIDE DES INDICATEURS GLOBAUX DE CORPORATE GOVERNANCE

A. Les différentes mesures de la *corporate governance*

Il existe des *ratings* de la *corporate governance* comme il existe des *ratings* du crédit des entreprises.

Trois principales entreprises se partagent ce marché de l'évaluation de la *corporate governance* et fournissent des informations utiles pour les investisseurs désireux d'investir dans les entreprises concernées par ces mesures, qu'il s'agisse d'investisseurs individuels ou institutionnels.

RiskMetrics/ISS délivre un rating appelé *corporate governance quotient* (CGQ) ou portant sur les entreprises cotées US. La méthodologie utilisée repose sur l'appréciation de 65 variables réparties en sept catégories :

les conseils d'administration et d'audit, les dispositions statutaires (dont l'État d'incorporation ⁽⁶⁾), les systèmes de rémunération des administrateurs et dirigeants, la détention d'actions par les membres du conseil et par le management, les facteurs qualitatifs et la formation des dirigeants.



Exemple de facteurs de ratings RiskMetrics/ISS
Adapté du tableau de D. Lardker et B. Tayan, *Corporate governance matters*, Pearson Education, FT Press, 2011, p. 438 (v. tableau 13.1).

Cette méthodologie a été mise au point en analysant les corrélations des différentes caractéristiques considérées avec les performances des entreprises de manière à construire une échelle allant de 0 à 100 en pondérant les différents critères.

RiskMetrics a remplacé son système CGQ en 2010 par un système CRId (*governance risk indicators*) qui s'appuie sur 166 données issues des seuls quatre domaines suivants : audit, structure du conseil, droits des actionnaires, et rémunérations. Risk Metrics n'a pas dévoilé la méthodologie utilisée en détail pour déterminer les poids accordés aux différents critères.

Un troisième système développé par Governance Metrics International (GMI) repose sur 600 variables évaluées 0 ou 1 (oui ou non) regroupées en six catégories : conseil d'administration, *reporting* financier, contrôle interne, droits des actionnaires, rémunération et marché du contrôle et comportement *corporate*.

GMI indique avoir également testé son système de *scoring*.

The corporate library (TCL) mesure les niveaux de risque associés à la *corporate governance* avec une échelle allant de A à F reposant sur les mêmes types de critères que les précédents. TCL fournit encore moins d'informations que les autres sur la construction de son indicateur.

Un autre système d'origine universitaire a également été développé par Gompers, ISHII et METRICK (2003)

(5) P. Brown, W. Beekes et P. Verhoeven, « Corporate governance, Accounting and Finance » : Accounting and Finance mars 2011, vol. 51, issue 1, p. 96 à 172.

(6) L'État où est enregistrée la société.

en utilisant les informations fournies par l'IRRC (*investor responsibility center*) qui repose sur les données de 1000 entreprises cotées.

Ce système consiste à distinguer des entreprises qualifiées de « démocratiques » (à indice G faible) et des entreprises « dictatoriales » (à indice G élevé).

L'indice G de Gompers qui comprend 24 variables appartenant aux cinq groupes suivants :

- la possibilité de repousser un *bidder* hostile à l'aide de différentes dispositions relatives à l'utilisation de leurs droits de vote par les actionnaires et aux modifications de la composition du conseil d'administration ;
- les mécanismes de protection des administrateurs et principaux dirigeants à l'aide notamment des *golden*

parachutes, des limitations de leurs responsabilités et de leur système de rémunération en général ;

– les limites aux droits de vote des actionnaires concernant notamment les modifications des statuts, les droits de vote multiples ou différenciés selon les types d'actionnaires, et les exigences de majorité qualifiées (super majorités) ;

– les autres dispositions au niveau de l'entreprise telles que les retraites chapeau, les pilules empoisonnées, les devoirs des administrateurs ;

– les dispositions statutaires se référant à l'État d'enregistrement concernant les fusions, les exigences de prix équitables et les dispositions anti chantage (*anti-green mail statutes*).

Facteurs de ratings pris en compte dans l'indice G (de Gompers at al. (2003))

		% d'entreprises ayant adopté les dispositions ci-dessous			
		1990	1993	1995	1998
Delay	Blank Check	76.4	80.0	85.7	87.9
	Classified Board	59.0	60.4	61.7	59.4
	Special Meeting	24.5	29.9	31.9	34.5
	Written Consent	24.4	29.2	32.0	33.1
Protection	Compensation Plans	44.7	65.8	72.5	62.4
	Contracts	16.4	15.2	12.7	11.7
	Golden Parachutes	53.1	55.5	55.1	56.6
	Indemnification	40.9	39.6	38.7	24.4
	Liability	72.3	69.1	65.6	46.8
	Severance	13.4	5.5	10.3	11.7
Voting	Bylaws	14.4	16.1	16.0	18.1
	Charter	3.2	3.4	3.1	3.0
	Cumulative Voting	18.5	16.5	14.9	12.2
	Secret Ballot	2.9	9.5	12.2	9.4
	Supermajority	38.8	39.6	38.5	34.1
	Unequal Voting	2.4	2.0	1.9	1.9
Other	Antigreenmail	6.1	6.9	6.4	5.6
	Directors Duties	6.5	7.4	7.2	6.7
	Fair price	33.5	35.2	33.6	27.8
	Pension Parachutes	3.9	5.2	3.9	2.2
	Poison Pill	53.9	57.4	56.6	55.3
	Silver Parachutes	4.1	4.8	3.5	2.3
State	Antigreenmail Law	17.2	17.6	17.0	14.1
	Business combination Law	84.3	88.5	88.9	89.9
	CashOut Law	4.2	3.9	3.9	3.5
	Directors Duties Law	5.2	5.0	5.0	4.4
	Fair Price Law	35.7	36.9	35.9	31.6
	Control Share Acquisition Law	29.6	29.9	29.4	26.4
Number of Firms		1357	1343	1373	1708

Source : Tableau 13.2 de D. Larcker et B. Tayan, *op. cit.*, p. 449 (cf. note n° 6)

Les auteurs Bebchuk et al. (2009)⁽⁷⁾ ont prolongé l'indicateur G en y ajoutant des paramètres qu'ils considèrent avoir le plus d'influence sur la performance tels que les modes de désignation et de remplacement des membres du conseil (*staggered board*) ainsi que les types de majorité requise pour les approbations des fusions, les parachutes dorés et les pilules empoisonnées. Ils ont désigné par E pour « *entrenchment* » ou enracinement, l'indice G ainsi modifié.

Si à ce stade de notre analyse, on compare les différents systèmes de mesure de *corporate*, on doit d'abord noter que leur intérêt réside normalement dans leur caractère prédictif notamment des difficultés à venir dans la gouvernance des entreprises évaluées : si le *rating* est défavorable, on doit normalement s'attendre à des difficultés.

On doit cependant observer que ces différents systèmes n'aboutissent pas aux mêmes classements. Telle entreprise bien évaluée par un système le sera moins bien par un autre ce qui limite leur portée. Leur capacité à fournir des indications prédictives sur les performances de l'entreprise, l'évolution du cours de l'action ou les risques de faillite ou encore de conflits ont été étudiées ces dernières années. Les résultats s'avèrent en général décevants. Il existe une faible corrélation à la fois entre les différentes mesures et avec les performances des entreprises étudiées ce qui semble montrer une faible capacité prédictive. Cependant, compte tenu de leur effet de signal sur les actionnaires, ils ont un fort impact sur les comportements des entreprises qui cherchent généralement à améliorer leurs scores.

En conséquence, les indices et *ratings* ne semblent pas aboutir à des mesures fiables de performance. Ceci ne signifie pas que la *corporate governance* soit sans impact sur les performances car, comme on va le voir ci-après, l'indépendance des conseils, les systèmes de rémunérations, les systèmes d'audit, et les dispositions anti prises de contrôle constituent des éléments importants et mesurables de la *corporate governance* mais peuvent avoir des effets différents selon les contextes des entreprises considérées ce qui suppose des analyses qualitatives complémentaires, non réductibles à des mesures d'indice.

B. L'impact de la *corporate governance* sur les performances de l'entreprise ainsi que sur la valeur de l'entreprise

1. L'étude de l'influence de *corporate governance* sur la valeur de l'entreprise n'a pas été possible avant les années 90 faute de données disponibles

Cette analyse met en évidence deux types d'observations :

- une influence positive de la gouvernance sur les performances et la valorisation de l'entreprise ;
- un effet d'apprentissage des entreprises et des marchés, suite à la mise en place de réglementations et des bonnes pratiques ayant conduit à atténuer la relation observée entre CG et performances.

a. L'influence positive

Une étude importante menée par M. Cremers et A. Ferrell (2009-2013) porte sur un échantillon d'entreprises constituées depuis 1978 et utilise les indices G de Gompers et E de Bebchuk⁽⁸⁾.

Cette étude permet de retracer l'impact de 30 années de *corporate governance*. Elle prend en compte les changements importants intervenus dans les années 80 concernant les droits des actionnaires.

Les auteurs trouvent une relation négative très forte et statistiquement significative entre l'évolution à la baisse de la valeur des entreprises et un faible niveau de *corporate governance* mesuré par des niveaux élevés de l'indice G sur la période 1978-2006.

En se focalisant sur les caractéristiques de l'indice E, la relation apparaît plus négative après 1985 qu'avant, lorsqu'on retire les entreprises ayant mis en place des pilules empoisonnées, devenues autorisées par simple décision du conseil d'administration, après l'affaire *Moran vs Household*, car ces entreprises n'offrent plus aux actionnaires de protection contre les mauvaises performances des managers.

Au plan méthodologique, les auteurs ont donc réalisé une régression dans laquelle la variable à expliquer est un indicateur de valeur des entreprises de l'échantillon à travers le Q de Tobin (ratio de la valeur de marché de l'entreprise sur la valeur comptable) en fonction des niveaux d'indice G de Gompers ou E de Bebchuk. C'est ainsi qu'est mise en évidence une relation entre les deux variables.

L'importance du clivage entre avant 1985 et après est due à la décision de 1985 de la cour suprême de l'État de Delaware dans l'affaire *Moran vs Household* qui a constitué une modification très importante des droits des actionnaires.

Cette décision Moran a en effet validé judiciairement la légalité de l'adoption des pilules empoisonnées. Elle a, de ce fait, donné au conseil d'administration une grande latitude d'action, sur la base de son propre jugement « *judgment rule* » pour s'opposer aux propositions de prise de contrôle en retirant à l'assemblée générale, et par là même aux actionnaires au profit du conseil d'administration, la décision d'adoption des pilules empoisonnées et de tout autre mécanisme de défense (décision *Unocal vs Mesa Petroleum* de 1985 également).

Cette décision traduit un changement de pouvoir en faveur du conseil d'administration et des managers et en défaveur d'un bon fonctionnement du marché du contrôle.

Ainsi, la décennie des années 1980 apparaît marquée par un déclin du pouvoir actionnarial qui va s'arrêter dans les années 1990. C'est la raison pour laquelle la relation entre G et la valorisation mesurée par Q ne peut être observée que pour les entreprises n'ayant pas décidé de se soustraire au contrôle des actionnaires par des dispositifs anti-OPA.

Pour les auteurs, c'est essentiellement la décision *Moran vs Household* de 1985 qui constitue le point de départ de

(7) L. A. Bebchuk, A. Cohen et A. Ferrell, « What matters in corporate governance » : *Review of financial studies* 2009, n° 22, p. 783 à 827.

(8) M. Cremers et A. Ferrell, « Thirty years of shareholders rights and firm valuation », à paraître en 2014 : *The Journal of Finance*, doi 1111/jofi.1238.

cette inversion plus que les dispositifs complémentaires anti OPA adoptés ultérieurement.

C'est pourquoi la relation négative la plus forte entre le niveau de l'indice G et la valorisation d'entreprise ne s'observe qu'après l'entrée en vigueur de la décision *Moran vs Household* et de surcroît pour les entreprises enregistrées dans l'état du Delaware même si les autres états ont suivi après.

En effet, ce sont seulement les entreprises ne disposant pas de structure duale de droits de vote qui ont été affectées (car ces dernières disposaient déjà de moyens de se protéger contre les prises de contrôle) et les résultats sont significatifs en prenant en compte toutes les mesures statutaires ou non anti-prise de contrôle.

Ainsi après la décision *Moran vs Household*, on observe que l'adoption de pilules empoisonnées a un effet négatif et statistiquement significatif sur la valorisation des entreprises en fonction de l'indice G (pour les entreprises n'ayant pas adopté de pilules empoisonnées) pendant la période 1985 - 2006.

Pour les entreprises ayant adopté des pilules empoisonnées ou disposant de structures à droits de vote double, l'indice G n'a pas d'impact sur la valeur de l'entreprise.

L'adoption de pilules empoisonnées apparaît ainsi comme la décision centrale concernant les droits des actionnaires.

La valeur des entreprises diminue de 5 % au moment de l'adoption de ces pilules et on n'observe plus de variation ultérieure, alors que pour les entreprises ne les ayant pas adopté l'accroissement de l'indice G est associé avec une baisse de valeur d'environ 1,7 % par écart type de l'indice G.

Sur l'ensemble de la période 1978-2006, et sur l'ensemble de l'échantillon, une augmentation d'un écart type de G, traduisant une baisse de la protection des droits des actionnaires, entraîne une baisse de valeur de 3.3 % au niveau de l'indice Q de valeur de l'entreprise, bien que cette variation de G soit plus forte après 1990.

L'effet gouvernance est de plus renforcé pour les secteurs à fort niveau de fusions acquisitions puisque la relation entre l'indice G et la valorisation des entreprises augmente de 50 % pour ces derniers ce qui valide l'idée que c'est par l'intermédiaire des prises de contrôle que se manifeste principalement le lien entre l'indice G et la valeur d'entreprise.

On constate ainsi que l'adoption des pilules empoisonnées validée par la cour suprême en 1985 a eu un impact très négatif sur la relation entre la *corporate governance* et la valorisation des entreprises puisqu'elle a permis d'immuniser le management contre le pouvoir disciplinaire du marché des fusions-acquisitions.

b. L'effet d'apprentissage

Une autre étude menée par L. Bebchuk et a. [2013]⁽⁹⁾ apporte un éclairage un peu différent tout en utilisant les mêmes indices de *corporate governance* à savoir le G et le E.

Ils s'intéressent aux perceptions par les marchés de modifications de la *corporate governance* à travers des stratégies de gestion de portefeuille consistant à acheter des portefeuilles d'actions à haut niveau de *corporate governance* et à vendre des portefeuilles à faible niveau. Dans une première période, les investisseurs n'avaient pas suffisamment d'expérience pour anticiper les effets de la *corporate governance* et de ce fait ils ont bénéficié de rendements dits anormaux positifs à travers la gestion décrite précédemment alors que dans une période ultérieure, connaissant l'impact potentiel sur la rentabilité de la *corporate governance*, ils ont été amenés à payer ex-ante plus cher les titres correspondant à des hauts niveaux de *corporate governance* et de ce fait n'ont plus bénéficié de rendements anormaux positifs.

La méthode consiste à créer des échantillons dits de « firmes démocratiques » à faible niveau d'indice G et « dictatoriales » à fort niveau de G. Ces échantillons servent à construire des portefeuilles de titres.

La stratégie consiste alors à acheter le portefeuille démocratique et à vendre le portefeuille dictatorial. On compare ensuite les rendements de cette stratégie avec le rendement du marché dans son ensemble en le corrigeant du facteur risque attaché au portefeuille d'investissement. On est donc à un niveau de risque identique et dès lors si la *corporate governance* n'entraîne pas d'information nouvelle pour l'investisseur, les deux stratégies devraient avoir les mêmes rendements.

Or, il apparaît des rendements anormaux positifs et significatifs pour la stratégie consistant à privilégier les firmes « démocratiques », toutes choses égales par ailleurs mais seulement sur les années 1990-1999.

Les auteurs ont montré qu'en achetant un portefeuille démocratique et en vendant simultanément un portefeuille dictatorial, on réalisait un rendement positif de 8.5% par an (entre 1990 et 1999).

Pour la période 2000 à 2008, les résultats sont très différents puisque la comparaison des rendements entre le portefeuille démocratique et le portefeuille moyen corrigé du risque ne donne aucune différence significative.

Les auteurs expliquent cette évolution par un mécanisme d'apprentissage.

La disparition de la corrélation entre gouvernance et rendement est à relier avec une plus grande attention portée par les acteurs de marché à aux problématiques de gouvernance.

Jusqu'au début des années 2000, les réactions des marchés boursiers aux annonces relatives à la *corporate governance* s'analysaient comme de bonnes surprises pour les entreprises ayant adoptées des mesures de bonne gouvernance et non pour les autres qui n'avaient pas les mêmes dispositifs. Les analystes eux-mêmes étaient généralement plus positivement surpris avant les années 2000 par les annonces à des entreprises à bonne gouvernance que par les autres et ce phénomène disparaît ensuite.

Ces tests ont été refaits sur la décennie suivante par Bebchuk et a. [2009]⁽¹⁰⁾. Non seulement ils ne trouvent

(9) L. Bebchuk, A. Cohen et C.-Y. Wang, « *Learning and the disappearing Association between Governance and returns* » : *Journal of financial Economics* 2013, n° 108, p. 323 à 348.

(10) L. Bebchuk, A. Cohen et A. Ferrell, « *What matters in corporate governance* » : *Review of financial studies*, 2009, n° 22, p. 783 à 827.

pas la même relation, mais en plus ils avancent que les résultats de la décennie précédente seraient plus liés à l'appartenance sectorielle des entreprises qu'à leur niveau de *corporate governance*.

Cependant, après les années 2000, même si les indices de gouvernance n'étaient plus générateurs de surprises et de sur-rendement, ils restent attachés, comme l'ont montré Cremers et Ferrell⁽¹¹⁾, à des corrélations négatives avec les valorisations mesurées par l'indicateur Q de Tobin.

2. Les déterminants de l'impact de la *corporate governance* sur la valeur

a. *corporate governance* et fonds propres.

Impact sur le coût du capital. En théorie, un système de *corporate governance* efficace doit avoir un impact sur la valeur de l'entreprise en réduisant l'expropriation des actionnaires minoritaires et en améliorant les *cash-flows* qui peuvent leur être distribués.

Une des composantes de cet impact est la contribution de ces pratiques à la réduction du coût du capital de l'entreprise, qui constitue un déterminant important de la valeur d'entreprise.

Il existe une littérature croissante montrant que la *corporate governance* a des effets sur le coût du capital. En effet, en théorie, une meilleure *corporate governance* réduit les coûts d'agence et donc par là même le rendement exigé par les actionnaires pour leurs capitaux ce qui se répercute positivement sur la valeur. Mais ces résultats doivent être interprétés avec précaution car il est difficile d'estimer les coûts implicites de financement.

Cependant les effets marginaux de la *corporate governance* sur le coût du capital apparaissent les plus importants pour les entreprises qui ont les problèmes de coûts d'agence les plus élevés⁽¹²⁾.

Impact sur les politiques de distribution de dividendes.

La relation entre la *corporate governance* et la politique de dividendes est un indicateur des coûts d'agence pesant sur les *free cash-flows* et par là même indirectement sur le coût du capital. Il n'existe pas de relation claire entre la *corporate governance*, les coûts d'agence et les politiques de distribution et il existe à cet égard deux hypothèses opposées : soit la protection des actionnaires minoritaires à travers la *corporate governance* est suffisante pour obliger les dirigeants à adopter une politique de distribution favorable ce qui entraîne un lien positif entre *corporate governance* et distribution, soit on considère que la distribution et la *corporate governance* remplissent la même fonction de réduction des coûts d'agence et le sens du lien est indéterminé.

Pour R. La Porta et al. [2000]⁽¹³⁾, la politique de distribution semble résulter plus directement des réglementations en faveur des actionnaires minoritaires. En effet les pays où celle-ci est plus en leur faveur (mesurée par un indice de *anti directors rights* ou par l'efficacité du système juridique

en matière de protection des minoritaires), les niveaux de distribution sont plus élevés.

Alors que la théorie de l'agence a un bon pouvoir explicatif sur les politiques de dividendes en fournissant une bonne description de la manière dont ces politiques sont construites, il semble y avoir peu de consensus sur le rôle respectif de la *corporate governance* et de la politique de distribution sur les coûts d'agence car pour certains les deux sont substituables et pour d'autres une politique de distribution favorable aux actionnaires correspond à un niveau élevé de *corporate governance*.

On peut cependant conclure qu'un niveau élevé de protection des minoritaires favorise la distribution des surplus de cash⁽¹⁴⁾.

Impact sur le coût de la dette. La recherche montre que les créanciers prennent en compte les pratiques de *corporate governance* pour évaluer leurs risques de prêteurs. De ce fait ces pratiques contribuent à la détermination des ratings et ont un impact à la fois sur le niveau relatif d'endettement (*leverage*) et sur le coût de la dette à travers les niveaux de *spread*.

L'impact sur l'effet de levier résulte du rôle disciplinaire de celui-ci puisqu'il contribue à réduire les coûts d'agence en obligeant les dirigeants à faire face au remboursement des dettes alors que l'abondance de *free cash flows* leur donne une plus grande latitude de gestion mais aussi à l'inverse dans des pays à faible niveau de *corporate governance*, le levier résultant de prêts intergroupes liés peut permettre une forme d'expropriation des actionnaires minoritaires par une augmentation du risque en leur faisant supporter des risques du groupe dans lequel ils n'ont pas d'intérêt direct.

L'impact sur le coût de la dette résulte quant à lui du fait que les créanciers prennent en compte les pratiques de *corporate governance* pour apprécier leur niveau de risque et par là leur niveau de *spread* exigé. Il semble que cette pratique soit largement répandue notamment du fait que la *corporate governance* est associée à une meilleure information financière et comptable⁽¹⁵⁾.

b. *Corporate governance* et politiques de transparence financière et comptable

Les pratiques de *corporate governance* ont un effet de monitoring sur l'entreprise. De ce fait, on peut s'attendre à ce qu'elles favorisent la divulgation d'informations comptables appropriées. Cette divulgation contribue à réduire l'incertitude sur l'activité et les résultats et par la même à réduire les primes de risque exigées par le marché (coût du capital et coût de la dette). En fait, la relation est plus complexe car la diffusion d'informations financières et comptables de qualité peut aussi compenser des faiblesses, perçues par le marché, dans la *corporate governance* du fait de la structure de propriété de l'entreprise. Certaines études trouvent un lien positif entre la qualité de la *corporate governance* et les divulgations d'informations

(11) D. Larcker et B. Tayan, *op. cit.*

(12) K. C.W. Chen et al., « Agency costs of free cash flows and the effect of shareholders rights on the implied cost of equity capital » : *Journal of financial and quantitative analysis* 2011, Vol 46, p. 171 à 207.

(13) R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes et al. : « Investor protection and corporate governance » : *Journal of Financial Economics* 2000, 58-3-27.

(14) P. Brown, W. Beekes et P. Verhoeven, « Corporate governance, Accounting and Finance » : *Accounting and Finance* mars 2011, vol. 51, issue 1, p. 96 à 172.

(15) R. C. Anderson et al. « Board characteristics, accounting report integrity and the cost of debt » : *Journal of Accounting and Economics* 2004, n° 37, p. 315 à 342.

appropriées (*disclosure*). Les entreprises les mieux gouvernées ont tendance à fournir des informations sensibles de manière plus régulière ⁽¹⁶⁾.

Concernant la qualité des informations comptables et l'absence de fraudes, de nombreuses études se sont interrogées à la suite de l'affaire *Enron*, sur le fait de savoir si des changements de structure du conseil d'administration auraient pu éviter les pratiques répréhensibles. En fait, il semble que non et que seule une plus grande indépendance des auditeurs et des meilleurs contrôles internes aurait été de nature à limiter le pouvoir de dissimulation du management ⁽¹⁷⁾.

Ainsi, les comités d'audit mis en place par les dispositions SOX (*sarbanes-oxley act*) sont susceptibles d'avoir eu des impacts positifs et en particulier d'avoir réduit l'aptitude du management à interférer sur la politique de présentation des résultats.

Un meilleur monitoring a un effet positif sur la qualité de l'information comptable et financière et permet de réduire les tentations du management d'interférer sur la gestion des résultats et de réduire les fraudes potentielles.

La nécessité pour toutes les entreprises cotées, du moins dans de nombreux pays, de satisfaire un minimum de standards de gouvernance devraient dans l'avenir rendre plus difficile le test des relations entre la qualité des données comptables et des systèmes de gouvernance puisque les relations seront plus complexes.

II. ANALYSE DES IMPACTS SPÉCIFIQUES DES COMPOSANTES INTERNES ET EXTERNES DE LA CORPORATE

Après avoir analysé l'impact de la *corporate governance* de manière globale principalement à travers des indices de *corporate governance*, on va maintenant rechercher l'impact spécifique de différentes caractéristiques de

corporate governance : tout d'abord au plan interne, l'influence des administrateurs indépendants et celle du remplacement du CEO et ensuite au plan externe du rôle des investisseurs institutionnels et du rôle disciplinaire du marché du contrôle.

A. Impact des administrateurs indépendants

Leur impact sur les performances à long terme de l'entreprise n'est pas univoque. S. Bhagat et B. Black ⁽¹⁸⁾ n'en trouvent aucune alors que, R. Duchin et a. (2010) ⁽¹⁹⁾ montrent que leur efficacité dépend du coût et de la difficulté de l'acquisition de l'information relative à l'entreprise, par ces administrateurs.

Lorsqu'il est relativement facile d'acquérir l'expertise nécessaire pour comprendre les déterminants du fonctionnement de l'entreprise, les administrateurs indépendants s'avèrent utiles mais pas dans le cas inverse.

D'autres études montrent qu'ils améliorent l'efficacité des décisions de fusion-acquisition car le marché considère que leur indépendance sera garante de négociations plus indépendantes.

Il n'est cependant pas établi que la présence d'administrateurs indépendants garantisse que les négociations des dirigeants (notamment le CEO) seront plus rationnelles.

En conclusion, les administrateurs indépendants ont un impact à la fois positif et négatif : ils apportent une plus grande indépendance au conseil mais ils ont une moins bonne connaissance des leviers de gestion qui peut conduire à réduire leur efficacité.

On peut résumer les effets des caractéristiques du conseil d'administration dans le tableau suivant établi à partir des résultats de la recherche empirique menée par D. Larcker et B. Tayan ⁽²⁰⁾.

(16) W. Beekes et P. Brown, « Do better governed Australian firms make more informative disclosures ? » : *Journal of Business, Finance and Accounting* 2006, n° 33, p. 422 à 450.

(17) S.-L. Gillan et J.-D. Martin, « Corporate governance post Enron: effective reform or closing the stable door ? » : *Journal of Corporate Finance* 2007, n° 13, p. 929 à 958.

(18) S. Bhagat et B. Black, « The non correlation between board independence and the long term firm performance » : *Journal of Corporation Law* 2002, n° 27, p. 231 à 273.

(19) R. Duchin, J.-G. Matsusaka et O. Ozbas, « When are outside directors effective ? » : *Journal of Financial Economics* 2010, n° 96, p. 195 à 214.

(20) D. Larcker et B. Tayan, *op. cit.*, p. 141.

Impact des caractéristiques des conseils d'administration sur la performance des entreprises

Board Structure attribute	Finding from research
Independent chairman	No evidence
Lead independent chairman	Modest evidence
Number of outside directors	Mixed (information gap is critical)
Independent directors	No evidence
Independence of committees	Evidence for audit committee primarily
Representation of :	
Bankers	Negative evidence
Financial experts	Positive for accounting professionals only
Politically connected directors	No evidence
Employees	Modest evidence
Busy boards	Negative evidence
Interlocked boards	Evidence for performance, against monitoring

Board Structure attribute	Finding from research
Board size	Evidence for small board in simple companies and larger boards (in complex companies)
Diversity	Mixed evidence
Female Directors	Mixed evidence

Source : D. Larcker et B. Tayan, *op. cit.*, p. 160

B. Impact du remplacement du CEO

La décision de remplacer le président d'une entreprise peu performante constitue l'une des décisions les plus importantes que le conseil d'administration peut avoir à prendre et a des conséquences de longue durée sur les décisions d'investissement, de financement et de fonctionnement de l'entreprise ⁽²¹⁾.

Les études montrent effectivement que les investisseurs institutionnels jouent un rôle de monitoring important et notamment qu'ils contribuent à améliorer la performance de l'entreprise en obtenant la démission du président lorsque ces entreprises appartiennent au programme CalPERS ⁽²²⁾ qui constitue un indice de monitoring efficace par les investisseurs institutionnels.

Il s'agit de savoir avec quelle efficacité le conseil d'administration met fin aux fonctions d'un CEO inefficace. Les études montrent que la réaction du conseil d'administration aux mauvaises performances de son CEO et son remplacement sont influencés par le niveau de la *corporate governance*.

Les résultats des recherches montrent que la plupart du temps, les CEO ayant de mauvaises performances sont en majorité remplacés après quatre trimestres de mauvaises performances (D. Jenter et K. Lewellen ⁽²³⁾).

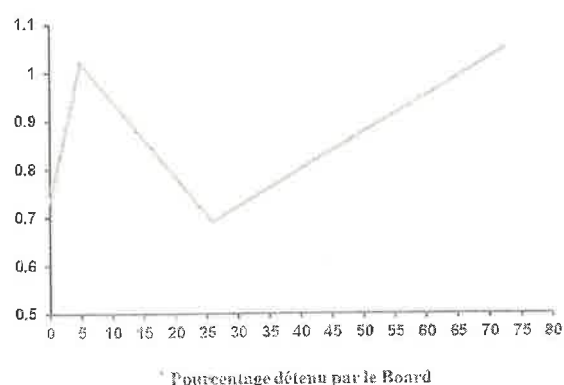
Par ailleurs, le marché réagit positivement à une annonce de remplacement suite à des mauvaises performances.

C. Concernant la participation au capital des managers et la structure de propriété

Des études menées aux États-Unis montrent qu'en moyenne, sur un échantillon des 4000 plus grandes entreprises, le CEO détient un capital dans l'entreprise d'environ 4.6 M\$ composé d'un mix actions et stock-options.

Une étude historique, de R. Morck et al. (1988) ⁽²⁴⁾, sur la relation entre la participation des dirigeants et la performance des entreprises avait montré une relation non univoque :

Q de Tobin



– pour des petites participations, inférieures à 5 %, la relation est croissante ;

– pour des participations intermédiaires comprises entre 5 et 25 %, la relation est décroissante ;

– pour des participations supérieures à 25 %, elle redevient croissante.

L'interprétation de ces résultats est la suivante : pour les petits niveaux de participations, le fait de détenir des actions est une incitation à améliorer les performances alors que pour les niveaux intermédiaires, les managers privilégient leurs avantages en termes de bénéfices privés au détriment des actionnaires externes, tandis que pour les niveaux élevés, ils renoncent à leurs bénéfices privés car ils en supportent personnellement une part importante du coût.

Des études plus récentes, comme celle de A. Elsilä et al. (2010) ⁽²⁵⁾, mettent en évidence un lien positif dès lors que l'on mesure la participation des managers en fonction non pas de leur part dans la société mais en fonction de la part de leur patrimoine investi dans l'entreprise ; de ce fait des managers qui ont investi une part importante de leur patrimoine dans l'entreprise sont plus incités à rechercher des bonnes performances.

D. Pouvoir disciplinaire du marché du contrôle

Le marché du contrôle exerce un pouvoir disciplinaire, en dernier recours, sur les équipes dirigeantes car dès qu'un niveau relativement inférieur au potentiel, des performances de l'entreprise, est perçu par le marché et par des firmes candidates à la prise de contrôle, il va entraîner des sanctions sous la forme d'un remplacement des équipes dirigeantes (sauf si celles-ci ont fait adopter des dispositions permettant de les protéger que ce soit à travers les statuts (*staggered boards*) ou à l'aide de pilules empoisonnées).

(21) Brickley J.A. R. C. Lease et C.-W. Smith, « Ownership Structures And Voting On Antitakeover Amendments » : *Journal of Financial Economics*, 1988, n° 20, p. 267 à 291.

(22) Y. Wu, « The Impact Of Public Opinion On board Structure Changes, Director Career Progression and CEO Turnover, Evidence from CalPERS corporate governance Program » : *Journal of Corporate Finance* 2004, n° 10, p. 197 à 227.

(23) D. Jenter et K. Lewellen, « Performance induced CEO turnover », *working paper Stanford University*, feb. 2010.

(24) R. Morck, A. Shleifer, et R.-W. Vishny, « Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis » : *Journal of Financial Economics* 1988, n° 20, p. 293 à 315.

(25) A. Elsilä, J.-P. Kallunki, H. Nilsson et P. Sahlström, « CEO Personal Wealth Equity Incentives and Firm Performance » 2012 – www.ssrn.com

L'adoption des pilules empoisonnées et des mesures statutaires de protection anti OPA (*staggered boards*).

Différents auteurs (cf. M. Ryngaert ^[26]) ont montré que leur adoption par des cibles potentielles avait un impact négatif sur le marché. De même, l'adoption de mesures statutaires concernant le non remplacement global du Conseil d'Administration (*staggered board* consistant à regrouper les administrateurs par classe faisant l'objet de réélection à des échéances différentes) a également des effets négatifs sur le marché (cf. L. Arye, Bebchuk et a. (2002) ^[27]).

À l'inverse, l'annonce de mesures supprimant les restrictions sur le mode de remplacement du conseil a un impact positif sur la valeur des actions (Re-Jin Guo et al (2008) ^[28]).

Les mêmes auteurs montrent également que les entreprises disposant de *corporate governance* efficace sont moins disposées à modifier les structures de vote présidant à la désignation du conseil et maintiennent les votes annuels.

Certains actionnaires peuvent préférer une telle structure avec administrateurs répartis par classes car cela apporte une certaine stabilité, indépendamment de son pouvoir d'opposition aux prises de contrôle mais en même temps elle réduit toute forme de pression des actionnaires sur les administrateurs et c'est la raison pour laquelle les investisseurs institutionnels y sont opposés ^[29].

E. Le rôle des investisseurs institutionnels et des investisseurs activistes ainsi que celui de la démocratie actionnariale

1. Les investisseurs institutionnels

Ils ont également un rôle de discipline dans la gouvernance tout d'abord parce qu'ils représentent un poids très significatif dans l'actionnariat et ensuite parce qu'ils contribuent à uniformiser et professionnaliser les normes de *corporate governance*. C'est pourquoi, il est particulièrement important d'analyser leur impact.

On observe tout d'abord que les blocs de titres d'au moins 5% du capital sont susceptibles de bénéficier de primes lorsqu'ils sont cédés parce que l'acquéreur leur attribue un pouvoir d'influence sur la direction de l'entreprise.

Par contre on n'observe pas de lien entre l'existence de blocs et l'amélioration des performances des entreprises (Clifford G Holderness ^[30]).

Les investisseurs institutionnels votent en général avec le management. Aux États-Unis et de plus en plus dans le monde des entreprises cotées, ils utilisent les services des *proxy advisory firms* au rang desquels RiskMetrics/ISS et Glass Lewis.

Les recherches empiriques montrent que ces *proxy advisors* ont une influence significative sur les décisions des conseils. Qu'il s'agisse des acquisitions ou plus généralement des rémunérations des dirigeants en fonction de leurs performances.

Une catégorie particulière de fonds, les fonds activistes, généralement des *hedges funds*, ont une influence également très significative sur le marché d'abord parce que celui-ci réagit positivement lors d'un investissement effectué par ces fonds dans une entreprise, ensuite parce qu'ils ont un taux de succès important lorsqu'ils poursuivent un objectif tel que rachat d'actions, remplacement du CEO ou distribution de dividendes même si leur impact sur la performance des entreprises considérées n'est pas avéré (A. Klein et a. (2009) ^[31]).

2. La démocratie actionnariale

Celle-ci consiste à donner plus de pouvoirs aux actionnaires sur la gestion de l'entreprise sur différents sujets tels que l'exigence de majorités pour l'élection des administrateurs, l'interdiction donnée aux brokers de voter avec le management lorsqu'ils n'ont pas d'instruction de la part des détenteurs de titres sur des sujets spécifiques dont le champ a été élargi aux acquisitions et aux élections des administrateurs.

Des études empiriques conduisent cependant à mettre en doute l'efficacité de la démocratie actionnariale.

La question est essentiellement de savoir si les accords préexistants avant l'adoption de mesures renforçant la démocratie actionnariale favorisent l'extraction de rentes par le management ou au contraire favorisent l'optimisation de la valeur actionnariale du fait de l'équilibre obtenu entre les exigences respectives des actionnaires et du management.

Un moyen de répondre à la question consiste à analyser la réaction des marchés à des décisions favorables à ce type de gouvernance mais qui viennent modifier un équilibre préexistant. C'est ce que font David F. Larcker et a. (2011) ^[32].

Ils mettent ainsi en évidence une réaction négative à la mise en place du « *Say on Pay* ». L'idée étant qu'une régulation trop stricte sur les rémunérations des dirigeants risque d'avoir un effet négatif en éloignant ces dirigeants de haute qualité des firmes cotées.

Cette étude révèle également une réaction négative de la mise en place des « *staggered boards* », de la structure duale CEO-*chairman* et du renforcement des « *proxy access* ».

Les règles de désignation des membres du conseil n'ont pas d'influence très claire (en dehors des « *staggered boards* »).

Les droits de vote détenus par brokers, sans indication de votes par les actionnaires constituent un élément sensible : s'ils suivent le management, ils renforcent le rôle du conseil, s'ils s'abstiennent, ils renforcent le poids

(26) M. Ryngaert « The Effect of Poison Pills Securities on Shareholder Wealth », *Journal of Financial Economics* 1988, n° 20, p. 377 à 417.

(27) L. A. Bebchuk, J.-C. Coates et G. Subramanian: « The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards : Theory , Evidence and Policy: *Stanford Law Review* 2002, n° 54, p. 887 à 951.

(28) R. J. Guo, T.A. Kruse et T. Nohel « Undoing The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards »: *Journal of corporate Finance* 2008, n° 14, p. 274 à 288.

(29) D. Larcker et B. Tayan, *op. cit.*, p. 380.

(30) C.-G. Holderness, « A Survey of Block Holders and corporate Control »: *Economic Policy Review* 2003 - Federal reserve bank of New York, n° 9, p. 371 à 406.

(31) A. Klein et E. Zur, « Entrepreneurial Shareholder Activism : Hedge funds and Other Private Investors » : *Journal of Finance* 2009, n° 64, p. 187 à 229.

(32) D.-F. Larcker, G. Ormazabal et D.-J. Taylor, « *The Market Reactions to corporate governance Regulation* »: *Journal of financial Economics* 2011, n° 101, p. 431 à 448.

respectif des proxys et des investisseurs activistes. Les décisions quant à leur pouvoir font aujourd'hui objet de débats aux États-Unis.

En ce qui concerne l'impact potentiel des « *proxy access* », il existe une importante controverse. Le mécanisme consiste à donner aux actionnaires le pouvoir de désigner, par leur vote, les membres du conseil d'administration.

Pour les tenants du « *proxy access* », les actionnaires doivent avoir le droit de désigner leur représentant. Pour les opposants, le conseil est le mieux à même de désigner ses membres et le changement de mode de désignation conduirait à donner aux fonds de pension et aux investisseurs activistes, un pouvoir accru. De plus, cela risquerait d'éloigner des managers de qualité s'ils doivent affronter la concurrence de candidats des actionnaires. L. Bebchuk et S. Hirst (2010) ^[33] considèrent néanmoins que le *process* d'élection doit être bénéfique aux actionnaires.

D'autres études, tout en notant la bonne perception par le marché de ce type de régulation sur le « *Say on Pay* », mettent en évidence leur caractère inefficace sur la rémunération des dirigeants en incitant les conseils à modifier de manière apparente la structure de rémunération ce qui peut in fine se traduire par une augmentation globale de ces rémunérations ^[34].

En ce qui concerne l'action des proxys, on observe également une réaction négative à leur action dès lors qu'il existe dans l'entreprise un grand nombre de blocs de 1% ou plus car, il existe un risque que les détenteurs de blocs tirent profit à leur unique avantage de ces nouvelles régulations de type Dodd-Frank.

Cela ne veut pas dire que les votes de proxy ou que le « *Say on Pay* » soient mal perçus mais uniquement que le marché considère que ces dispositions doivent être arrêtées de manière contractuelle.

Cependant, une autre étude récente sur « *proxy access* » montre que leur mise en place est favorable à l'entreprise et leur entrave défavorable. En effet les décisions réglementaires conduisant à restreindre leur mise en œuvre se traduisent par des rendements anormaux négatifs tout en observant aussi que l'excès d'agressivité peut également décourager certains managers de talent de rejoindre de telles entreprises (Bo Becker et al (February 2013) ^[35]).

Une étude analogue (août 2012) a été réalisée en France à la demande de l'Institut CDC pour la Recherche ^[36]. Elle s'appuie sur les données du cabinet Proxinvest, société de conseil spécialisée dans la politique de vote des action-

naires. Il en ressort, comme dans les études américaines que l'indépendance des administrateurs induit une performance dégradée mesurée d'un point de vue comptable (rentabilité économique et financière).

Cette relation reflète le défi informationnel que subissent les administrateurs indépendants.

Cependant il n'existe pas de relation avec la valeur à long terme de l'entreprise mesurée avec le Q de Tobin.

De plus, la performance extra financière telle que mesurée par l'agence VIGEO s'améliore avec la présence d'un administrateur indépendant qui apparaît ainsi plus sensible aux questions sociales et environnementales suscitées par l'entreprise que les administrateurs internes.

Par ailleurs, il n'existe pas de mesure de l'impact significatif de la présence de femmes ou d'administrateurs internationaux dans les conseils.

CONCLUSION

Il faut distinguer les approches juridique et financière de la *corporate governance*.

Cette contribution se situe dans le cadre de l'approche financière de la *corporate governance*.

Pour cette dernière, la *corporate governance* traite des moyens de réduire les coûts d'agence.

L'analyse des effets de la *corporate governance* doit se faire en prenant en compte les données locales nationales.

De ce fait, des bases de données locales doivent être développées de manière à pouvoir adapter les conclusions aux caractéristiques institutionnelles locales. En particulier ce serait un non-sens de vouloir adapter le système de gouvernance en vigueur au Japon ou en Corée à d'autres pays notamment les États-Unis, la Grèce ou l'Indonésie.

Les conclusions auxquelles est parvenue à ce jour la recherche économique demeurent parcellaires du fait de la complexité des relations systémiques induites par la « *corporate governance* » mais il faut se garder des interprétations hâtives consistant à considérer que la démocratie actionnariale et la transparence totale imposée constituent la pierre philosophale de la performance.

Il faut trouver, en effet, un équilibre entre l'excès de contrôle des actionnaires qui paralyse les *process* de décision et leur insuffisance qui accroît les coûts d'agence et l'extraction de rentes par les managers.

(33) L. Bebchuk et S. Hirst, « Private Ordering and The Proxy Access debate » : *Business Lawyer* 2010, 65-329-360.

(34) M. Kronlund et S. Sandy, « Does Shareholder Scrutiny Affect Executive Compensation ? Evidence from Say On Pay Voting »: SSRN 2358696, mar. 10 2014.

(35) B. Becker, D. Bergstresser et G. Subramanian, « Does shareholders proxy access improve firm value evidence from the business roundtable's challenge »: *The Journal of Law and Economics*, febr. 2013, p. 127 à 160.

(36) S. Cavaco, E. Challe, P. Crifo et A. Reberlioux, « Conseils d'administration et performance des sociétés cotées », août 2012, rapp. pour l'institut CDC pour la Recherche.