

### **INTRODUCTION GENERALE :**

La question de gouvernement d'entreprise est devenue plus importante en raison des fraudes de rapport financiers fortement rendues publiques à Enron, Worldcom, Adelphia et Parmalat, et un niveau très élevé d'ajustements de revenus. Ce qui nécessite l'amélioration de gouvernement d'entreprise pour diminuer les fraudes de rapport financier et la gestion de résultat et par la suite améliore le niveau de la qualité de l'information.

Les travaux antérieurs montrent une diversité de la définition d'un système de gouvernance efficace. Charreaux (1997) qualifie système de gouvernance d'entreprise et le définit comme étant « l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire»<sup>1</sup>. Gugler et al (2003) définissent un système de gouvernance fiable comme « un système qui aligne les intérêts des dirigeants et des actionnaires et conduit à une maximisation de la richesse des actionnaires »<sup>2</sup>. Shleifer et Vishny (1997) considèrent un bon système de gouvernance comme un arrangement adéquat de la protection légale des investisseurs et de la concentration de la structure de propriété. Almazan et Suarez (2003) constatent qu'en fonction de la politique de rémunération du dirigeant et en fonction des motivations des dirigeants dans l'amélioration de la gestion de l'entreprise, on peut déterminer un système de gouvernance fiable. La gouvernance financière étant l'ensemble des pratiques et processus utilisées par l'entreprise dans le but de garantir la transparence et l'intégrité dans le domaine financier, en effet; la qualité, la crédibilité, et la transparence de l'information financière transmise par la société à ses actionnaires, aux marchés et aux régulateurs notamment à travers le rapport annuel est un des éléments centrales de la bonne gouvernance financière de l'entreprise.

La gouvernance de l'entreprise en elle-même n'est pas un sujet d'actualité mais l'amélioration de la gouvernance financière des entreprises est un sujet de préoccupation de premier lieu étant donné que les scandales financiers qui ont frappé récemment certaines entreprises dans le monde ont contribué à relancer l'intérêt des conseillers pour la mise au point de l'étude de la qualité et de la transparence de l'information financière contenue dans les états financiers. Les études antérieures ont aussi trouvé une association entre une bonne gouvernance d'entreprise et une information financière de qualité. Dans ce cadre notre étude s'est intéressée à tester l'impact de différents mécanismes de

---

1 G. Charreaux, (1997). "Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théories et faits", Economica.

2 Sandrine Boulerne, Jean-Michel Sahut, (2010), « Les sources d'inefficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise », Management & Avenir, 33,444 pages

## Introduction Générale

---

gouvernances sur la qualité de l'information financière publiée dans un contexte français, notre échantillon composé de quatre-vingt entreprises françaises cotées à l'AMF va nous permettre de tester empiriquement l'impact de mécanismes de gouvernance sur la qualité de l'information financière divulguée.

Donc dans quelle mesure les mécanismes de gouvernance influencent sur la qualité de l'information publiée ?

Pour répondre à cette question, nous allons tout d'abord exposer dans un premier chapitre les caractéristiques d'une information financière et l'impact des mécanismes interne de gouvernance sur la pertinence de l'information, ensuite dans un deuxième chapitre nous allons étudier la relation entre les autres mécanismes de gouvernance (la rémunération de dirigeant et la structure de propriété) et la fiabilité de l'information financière divulguée, enfin dans un dernier chapitre nous allons testons l'impact de plusieurs de mécanismes de gouvernance sur la niveau de divulgation financier et par la suite la transparence de l'information, en se basant sur la Score de gouvernance et le Score de l'information.

# I. LES CONSIDERATIONS THEORIQUES DE LA GOUVERNANCE

## I.1 La théorie d'agence

Jensen et Meckling (1976) confirment l'idée d'Adam Smith (1776) et définissent la relation d'agence comme: « un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal ou les principaux) engagent une autre personne (l'agent) pour accomplir une action en leur nom, ce qui implique la délégation à l'agent d'un certain pouvoir décisionnel»<sup>1</sup>. La théorie d'agence remet en cause le principe représentant l'entreprise comme un phénomène unique pour mettre l'inflexion sur les divergences d'intérêts potentielles entre les différents partenaires. En effet, Le comportement de l'entreprise découle dès lors d'un processus complexe d'équilibrage qui résulte un certain nombre de coûts appelés coûts d'agence, lesquels sont nécessaires pour que les dirigeants adoptent un comportement conforme à l'intérêt des actionnaires qui les ont mandatés.

### 1.2.1 Le conflit d'agence :

Les conflits d'intérêt entre dirigeants et actionnaires sont importants que dans la firme où il y a une séparation des fonctions de propriété et de décision. Ce type de société est très représenté par l'entreprise managériale où l'actionnariat est très dispersé et où aucun dirigeant ne détient une part importante dans le capital, contrairement aux sociétés familiales où le chef de la famille détient la majeure partie du capital et nomme un de ses membres pour diriger l'entreprise.

Selon Charreaux (1997), les séparations propriété-décision et propriété-contrôle engendrent plusieurs problèmes (conflit) entre le dirigeant et les actionnaires.

Le dirigeant et les actionnaires possèdent des fonctions d'utilité différentes leur permettant chacun d'agir de façon à maximiser leur utilité respective. Le dirigeant n'aime pas entrer dans des projets risqués alors que Les actionnaires préfèrent le risque, car ils peuvent facilement diversifier leurs portefeuilles seulement son capital humain qui est investi dans la société, et qu'il est, en conséquence, beaucoup plus sensible à la variabilité des résultats de la société. Charreaux (1997) affirme que le dirigeant reste au moyen 10 ans dans l'entreprise, alors que les actionnaires peuvent rester durant la vie de l'entreprise (99 ans). L'horizon temporel est donc limité pour la présence des dirigeants dans l'entreprise. Ce qui pousse le dirigeant à privilégier des investissements à court terme, contrairement aux actionnaires qui privilégient les investissements à long terme. Pour le dirigeant, il

---

<sup>1</sup> Yvon Pesqueux, (2007), « Développement des Systèmes d'Organisation », IFORIS - Les figures de l'Autre, Angers : France

## Introduction Générale

---

existe un dilemme résultant d'une double contrainte : celle d'investir dans le but d'assurer la rentabilité à long terme et celle qu'imposent les actionnaires qui exigent la rentabilité à court terme, Un tel dilemme met le manager dans situation délicate dans la mesure où il peut être sanctionné lors de l'annonce de mauvais résultat. Charreaux (1997) démontre qu'un bon dirigeant doit veiller à maintenir un certain équilibre entre le long et le court terme. Il existe une asymétrie d'information, puisque les dirigeants ont la charte de la gestion de l'entreprise et qu'ils disposent, en conséquence, de toutes les informations. Il est alors possible que la gestionnaire ne communique aux actionnaires que ce qui sert ses intérêts. Les actionnaires achètent des titres qui constituent des perspectives de croissance, alors qu'ils peuvent recevoir des informations non actuelles élaborées au niveau des états financiers donc à partir des signaux que les actionnaires avoir une idée à la décision future du dirigeant. Ce dernier préfère le financement à partir d'une augmentation du capital pour diluer le capital et donc minimiser le contrôle, alors que les actionnaires préfèrent le financement par dette.

### **1.2.2 Les coûts d'agence**

Jensen et Meckling (1976) constatent que pour résoudre ces conflits, les actionnaires doivent mettre en place des techniques de contrôle et des systèmes d'incitation. Ces techniques et ces systèmes engendrent des coûts pour l'entreprise. Ce sont les coûts d'agence.

#### **Les coûts de surveillance ou de contrôle:**

Ces coûts sont supportés par les actionnaires pour contrôler les agissements des dirigeants, tenter de limiter leurs comportements opportunistes et les inciter à agir dans leurs intérêts. L'actionnaire peut, par exemple, faire appel à des experts ou à un cabinet d'audit pour évaluer la performance du dirigeant.

#### **Les coûts d'obligation ou d'engagement:**

## Introduction Générale

---

Ces coûts sont pris en charge par les dirigeants qui doivent justifier leurs décisions auprès des actionnaires et leur prouver qu'elles sont les meilleurs possibles. Le dirigeant peut avoir intérêt à encourir lui-même des coûts pour mettre en confiance l'actionnaire. Par exemple, le dirigeant peut contracter une assurance de responsabilité civile pour montrer aux actionnaires qu'il veille à leur protection ou encore faire établir des rapports par des cabinets spécialisés pour leur montrer qu'il valorise bien l'entreprise.

### **Les pertes résiduelles :**

Ce sont les coûts liés à l'abandon du contrôle des dirigeants par les actionnaires. Ces coûts sont inhérents à la divergence d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires. Ils correspondent à l'écart entre la valeur théorique de maximisation de la richesse des actionnaires et la valeur résultant de la stratégie adoptée par les dirigeants. Les auteurs de la théorie d'agence (Il faut les citer et rappeler leur ouvrage en mentionnant l'année de leurs publications) ajoutent que seules les entreprises qui minimisent les coûts d'agence peuvent survivre au milieu concurrentiel et que les autres sont amenées à disparaître. Les études portant sur la théorie de l'agence ont pour objectif de définir la structure optimale permettant de résoudre les conflits d'intérêts sous la contrainte de minimisation des coûts d'agence. La réduction de ces coûts passerait par la mise en place de mécanismes appropriés comme, par exemple, le conseil d'administration.

## **I.2 La théorie du coût de transaction**

Coase (1939) est le premier à penser qu'il est légitime que l'entreprise fasse des transactions en interne plus économique que le marché. Il critique la théorie néoclassique qui affirme que l'entreprise n'est pas d'existence légitime, c'est le marché qui donne les signaux nécessaires à l'entreprise pour ajuster leur niveau de production et pour faire face à la demande du marché. Williamson (1975) définit les transactions comme les coûts engendrés par les échanges contractuels dans les firmes et entre eux. Il constate que ces coûts varient en fonction des hypothèses comportementales et les caractéristiques des transactions.

### **1.2.1 La théorie des hypothèses comportementales :**

Selon la théorie des coûts de transaction, la firme doit organiser ses activités pour minimiser ses coûts. D'après Williamson (1988), la rationalité limitée peut être défini comme l'incapacité des investisseurs à identifier toutes les éventualités pouvant influencer leur transaction. La rationalité limitée des agents et leur opportunisme supposent qu'ils puissent modifier leurs comportements postérieurement à la signature du contrat et ce d'autant plus que l'incomplétude des contrats rend impossible la prévision à la fois de toutes les éventualités possibles et des sanctions associées. Ces comportements opportunistes peuvent être répartis en deux types : l'opportunisme exanté et l'opportunisme exposé. L'opportunisme exanté se présente, quand il y a tricherie avant la passation d'un contrat, Dans ce cas on parle d'un problème de sélection adverse. L'opportunisme exposé se pratique lors de l'exécution du contrat. C'est le moral hazard, c'est à dire est ce-que les partis ont bien respecté leur engagement.

### **1.2.2 Les caractéristiques des transactions**

#### **1.2.2.1 La spécificité :**

La spécificité d'actif est définie par Williamson (1989) comme étant le degré avec lequel l'actif peut être redéployé pour un autre usage ou par d'autre utilisateur sans perte de valeur. La Spécificités des actifs localisés s'explique par leur complémentarité dans un processus de production, nécessitant que les implantations des usines à côté des autres. La Spécificités des actifs physique ; cette actif utilisé au sein d'un processus de production très particulier. Il ne peut pas être utilisé dans un autre processus de production. La Spécificités des actifs humain l'actif humaine tire son spécificité du caractère collectif de leur utilisation et du savoir faire accumulée.

#### **1.2.2.2 L'incertitude :**

Les structures institutionnelles diffèrent dans la capacité à reprendre efficacement aux alias. Williamson (1988) constate qu'il existe trois types d'incertitude, L'incertitude comportementale liée au problème de la mesure de performance de l'individu, L'incertitude technologique qui se définit par l'incapacité de prévoir exactement l'évolution technologique du produit acheté et son processus de

fabrication et L'incertitude commerciale qui correspond à la fluctuation de la demande d'un produit ou d'une technologie donnée. Hennisz et Delios (2003) ajoutent l'incertitude de l'environnement.

### **1.2.2.3 La minimisation du coût de contrats implicites**

D'après Cornell et Shapiro (1987), les contrats implicites se définissent toujours par rapport à des contrats explicites principaux. Ces contrats ont toutefois une valeur, puisque leur non-respect entraîne une diminution de la valeur des firmes. Un contrat implicite type serait, par exemple, le respect de délais de livraison d'un certain niveau de qualité ou encore de fournir un service après-vente. La finalité de minimisation des coûts transactionnels intègre ainsi la garantie pour une société d'honorer les contrats implicites qu'elle aliène à ses contrats principaux. Le point clé de la relation est un phénomène de l'ordre de la réputation.

## **I.3 La théorie d'enracinement du dirigeant :**

Paquerot (1996) définit la théorie d'enracinement comme étant une des stratégies adoptées par les dirigeants pour accroître leur espace discrétionnaire et modifier leur environnement (structure de contrôle, concurrence sur le marché de l'emploi, relation avec les partenaires, etc.) en utilisant les moyens mis à leur disposition, pour accroître la dépendance de l'ensemble des partenaires de la firme envers les ressources qu'ils contrôlent et par la suite diminuer le système de contrôle. Il existe deux types d'enracinement, l'enracinement bienfaisant (la performance de l'entreprise augmente lors de la phase du pouvoir légitime) et L'enracinement maléfaisant (les partenaires sont contraintes d'accepter, dans le cadre du pouvoir illégitime, le comportement des dirigeants contraire à l'objectif de maximisation de la valeur de la firme).

### **1.3.1 La politique de l'enracinement**

Le dirigeant peut mettre en place plusieurs politiques et stratégies pour conserver leur place dans l'organisation et évincer d'éventuels concurrents. La politique de l'enracinement peut prendre la forme de sur investissement (C'est-à-dire investir dans un projet plus risqué que le projet disposée a la banque), sous investissement (c'est adire n'est pas investie malgré que la VAN est positive), des prélèvements supplémentaires, la sélection de collaborateur et choix des successeurs.

### **1.3.2 Les contrats implicites**

Selon Cornell et Shapiro (1987), le dirigeant peut passer des contrats implicites avec un nombre élevé de partenaires (banques, fournisseurs clients, salariés, etc.) pour réduire le pouvoir des partenaires et augmenter leur enracinement. Afin de gagner la confiance de la banque, le dirigeant peut, par exemple, faire entrer au conseil d'administration un représentant de cette banque.

## Introduction Générale

---

D'après Sheifer et Vishny (1989), le dirigeant peut faire, pour s'enraciner, des investissements spécifiques c'est-à-dire des activités pour lesquelles le dirigeant dispose de capacités que n'ont pas ses concurrents. L'entreprise peut se développer soit par elle-même (croissance interne : étude de projet, lancement du produit pcg), soit par une croissance externe (rachat d'entreprise existante). Ce dernier mode de développement est plus rapide et moins risqué que le premier, car l'entreprise peut atteindre rapidement le niveau de grande taille (OPA). La croissance externe aide le dirigeant à s'enraciner rapidement, car ce dernier peut faire des contrats implicites avec ses partenaires alliés et ses proches, chacun des proches délient une filiale. Dans ce cas, Le dirigeant devient le seul détenteur de l'information de toutes les filiales : tel est le cas de l'asymétrie d'information.

### **1.3.3 Les phases d'enracinement**

La stratégie d'enracinement peut ainsi être décomposée en trois phases :

Dans la première phase de valorisation, le dirigeant dispos de pouvoir pour augmenter la valeur de la société, pour bénéficier de la confiance des partenaires et pour élargir son pouvoir discrétionnaire, il lisse le résultat pour attirer les investisseurs. Ces nouveaux dirigeants disposent de peu de connaissances spécifiques à la firme et d'un pouvoir faible, car on peut supposer qu'ils ont eu peu d'occasions de créer des contrats implicites ou d'augmenter l'asymétrie de l'information. Ce type d'enracinement vise à maximiser la richesse de l'entreprise et le plein pouvoir de dirigeant pour agir dans l'intérêt de l'entreprise. Dans cette phase de la stratégie, les actionnaires et les différents partenaires de la firme bénéficient de rentes supplémentaires créées par la nouvelle équipe.

Il existe trois étapes au cours de la deuxième phase de la stratégie : les dirigeants doivent réduire l'efficacité des contrôles exercés, grâce au pouvoir obtenu en raison de leurs performances supérieures ; ils peuvent entreprendre des investissements contraires à la maximisation de la valeur de la firme et ils peuvent tenter de modifier la structure de leur actionnariat en diluant, par exemple, le pont des actionnaires majoritaires.

En effet, au cours de la troisième phase les dirigeants peuvent augmenter leur rémunération à leurs avantages en nature, après avoir modifié suffisamment l'entreprise pour que le contrôle de leur gestion soit plus difficile et que les personnes chargées de l'application des sanctions ne soient plus incitées à remplir leurs fonctions en raison du coût d'un tel comportement.



## **II- LE CONSEIL D'ADMINISTRATION COMME MECANISME INTERNE DE GOUVERNANCE**

Les théories de gouvernance soulèvent un grand problème entre le dirigeant et les actionnaires, celui qui a trait au conflit d'intérêt : les actionnaires ne peuvent pas donner la confiance au dirigeant, outre l'inquiétude engendrée par la crainte de voir le dirigeant s'engager dans des malversations en gérant l'entreprise, non pas pour maximiser l'intérêt des actionnaires, mais pour servir ses intérêts. Pour résoudre ce problème majeur, les actionnaires doivent mettre en place plusieurs mécanismes de contrôle ayant pour objet l'action du dirigeant dans l'entreprise.

Les mécanismes internes de gouvernement sont les moyens internes à l'entreprise permettant de discipliner les dirigeants afin qu'ils agissent dans l'intérêt des actionnaires. Parmi ces différents moyens, on distingue notamment le rôle disciplinaire assumé par le conseil d'administration, les méthodes d'incitation par la rémunération des dirigeants et la structure de capital.

L'efficacité de conseil d'administration permet de produire une information de qualité et de résoudre le problème d'intérêt entre le dirigeant et les actionnaires. L'existence d'un conseil d'administration efficace donne la possibilité de renforcer le contrôle dont fait l'objet le dirigeant et s'assurer de la qualité d'information fournit par le dirigeant.

### **II.1 Définition de conseil d'administration :**

Le conseil d'administration (ou CA) est un groupe de personnes, morales ou physiques qu'on appelle [administrateurs](#) et qui sont chargés de diriger une institution, comme une [association](#) ou une [entreprise](#) ou un [établissement public](#). Il comprend plusieurs membres, dont un président désigné ou élu, et un secrétaire. Si une personne morale est membre d'un conseil d'administration, elle désigne une personne physique pour la représenter.

Dans la littérature traitant le conseil d'administration, il existe plusieurs définitions qui délimitent le rôle que joue ce dernier dans le but de servir au mieux les intérêts des actionnaires. Fama (1980) et Fama et Jensen (1983) attribue au conseil d'administration la mission de contrôler les principaux des réseaux. En plus, Jensen (1993) constate que le conseil doit anticiper les chocs menaçants l'efficacité de l'action du dirigeant afin d'éviter le mouvement de l'environnement

## Introduction Générale

---

économique pouvant se révéler fatal. Jensen accorde donc un rôle préventif au conseil d'administration c'est d'anticiper le problème afin de proposer les solutions nécessaires.

Le conseil d'administration est un organe de surveillance et de contrôle il cherche à protéger les actionnaires et à maximiser leur richesse. Il exerce une surveillance permanente et un suivi quotidien des activités des dirigeants. Ainsi, le conseil d'administration jouit d'un grand pouvoir dans l'entreprise, car il possède la force de recruter, de licencier, de rémunérer les dirigeants et de surveiller les différentes tâches.

Une des principales responsabilités du conseil d'administration est de veiller à ce que les actionnaires et les autres parties intéressées reçoivent des informations de grande qualité sur les résultats financiers et les résultats d'exploitation de l'entité qu'il est chargé de diriger. La littérature au sujet du gouvernement d'entreprise identifie plusieurs critères se rapportant au Conseil d'administration et aux administrateurs qui sont associés à l'efficacité dudit Conseil d'administration.

### **II.2 Les caractéristiques du Conseil d'administration**

D'après John et Senbet (1998) et Fama (1980), les principales caractéristiques, pouvant avoir un effet sur l'exercice du contrôle et par conséquent sur la qualité de l'information financière, soulignées par la littérature sont les suivantes :

#### **II.2.1 La taille du conseil**

La taille de Conseil d'administration peut influencer la qualité de l'information. Elle se réfère au nombre d'administrateurs dans le Conseil d'administration, certains chercheurs justifient la préférence pour un conseil composé d'un nombre important d'administrateur par le fait que ces derniers sont capables de surveiller le comportement du dirigeant dans la mesure où il est difficile pour ces derniers de dominer un conseil composé d'un nombre important d'administrateur.

Haleblian et Finkelstein (1993) perçoivent l'avantage du Conseil d'administration de grande taille dans la réunion des capacités de réflexion plus importantes. De même pour Dalton et Paily (1998) constatent qu'une taille importante du Conseil d'administration permet d'accroître le potentiel d'expertise. Ce qui le rend capable de ratifier ou de refuser les décisions prises par le dirigeant. Ce dernier, il lui est difficile de prendre des décisions qui divergent avec l'intérêt des actionnaires. Au contraire Brown et Mahoney (1992) constatent que le grand conseil est potentiellement plus sujet à conflit et à manque de cohésion interne de coordination et de motivation. C'est pourquoi Jensen (1993) constate que l'efficacité décroît à partir de huit administrateurs, car le conseil devient facilement manipulable par le dirigeant sachant que ce dernier peut profiter de la coalition au sein du conseil du

## Introduction Générale

---

fait que les administrateurs internes veulent se rapprocher du dirigeant en espérant bénéficier de certains postes ou avantages. Ainsi, les administrateurs internes contre les autres ayant des liens de parenté avec le dirigeant, ce qui facilite au dirigeant la dominant du conseil.

De plus, le pouvoir individuel de chaque administrateur diminue avec la taille du conseil. Ginglinger (2002) ajoute que les conseils de grande taille élargiraient le champ de compétence au détriment de leur réactivité et souffriraient d'inefficience en raison des problèmes de coordination et de l'augmentation du nombre de conflits potentiels.

### **II.2.2 La structure du Conseil d'administration**

Les administrateurs sont chargés de choisir le chef de la direction et de veiller à ce que l'équipe de la haute direction soit compétente, focalisée et capable de gérer l'entreprise avec succès. La relation des administrateurs avec la direction est vitale pour une saine gouvernance. C'est une relation qui exige sans cesse le maintien d'un équilibre délicat. Pour cela, il faut que la direction et les administrateurs comprennent bien leurs rôles respectifs, que chacun respecte la manière dont l'autre s'acquitte de son rôle et qu'ils dialoguent et communiquent entre eux d'une façon continue et ouverte. Un solide leadership au sein du conseil est aussi essentiel.

#### **II.2.2.1 Les administrateurs internes**

Plusieurs réglementations demandent la présence des salariés dans le Conseil de l'entreprise afin d'accentuer la surveillance des dirigeants puisque leur capital investit dans l'entreprise dont la valorisation de ce capital se fera une fonction de la performance de la firme. En plus, la présence des administrateurs internes dans le conseil d'administration permettent de résoudre le problème d'asymétrie d'information, puisque ces administrateurs travaillent dans l'entreprise ils ont donc un avantage information par rapport aux externes. Ils peuvent constituer une force de contestation, même quand il s'agit de prise de décision. Ils peuvent savoir si les décisions correspondant à la réalité de l'entreprise et à son environnement.

En revanche, certains chercheurs constatent que la présence d'un administrateur facilite au dirigeant la maîtrise du conseil par ce que ces administrateurs dépendent hiérarchiquement du dirigeant donc ils sont obligés d'accepter le comportement opportuniste du dirigeant. D'après Corton et Schmid (1998), la présence des employés dans le Conseil d'administration pourrait orienter l'allocation des ressources de l'entreprise vers des choix non optimum puisqu'ils sont inverses au risque, car ils ont un capital humain spécifique à l'entreprise. Ainsi, ils peuvent changer les investissements pour réduire le risque spécifique de l'entreprise et favoriser une distribution très élevée de bénéfice par l'augmentation de sa valeur.

### **II.2.2.2 Les administrateurs externes**

Fama et Jensen (1983) avancent que les administrateurs externe vont contrôler les dirigeants qui les ont choisis, du fait qu'il voit développer leur réputation en tant que experts dans le contrôle des décisions. Les entreprises qui connaissent des difficultés financières sont plus susceptibles de changer leur président directeur général lorsque leurs conseil d'administration sont dominées par administrateur interne, cependant l'efficacité des administrateurs externes ne fait pas l'unanimité.

Selon Sheifer et Vishny (1989), les administrateurs externes peuvent jouer le rôle de passagers clandestins du fait qu'ils n'ont pas aucun impact au Conseil d'administrateur. Ils se présentent dans les conseils pour le prestige, car ils croient qu'ils ne sont pas touchés au cas où l'entreprise se trouverait en mauvaise situation. De plus, les dirigeants peuvent faire des participations croisé avec ces entreprises c'est-à-dire que les dirigeants assiste dans les conseils d'administration de ces administrateur est l'inverse juste pour la forme (l'un ne peut contrôle dire l'autre).

### **II.2.3 Séparation de la fonction du Président de Conseil d'administration et de celle du dirigeant**

#### **II.2.3.1 Le Directoire et Conseil de surveillance :**

Il est possible que les entreprises soient dirigées par un directeur qui assure la responsabilité de sa direction et exerce ses fonctions sous le contrôle d'un Conseil de surveillance.

#### **II.2.3.2 le Conseil de surveillance**

Le Conseil de surveillance effectué un contrôle permanent sur la gestion de la firme. En France, le Conseil de surveillance est composé de trois membres au moins et de dix huit membres au plus.

#### **II.2.3.3 Le Directoire**

La société anonyme est gérée par un Directoire qui est responsable sur sa direction et exerce ses activités sous le contrôle d'un Conseil de surveillance. Selon la théorie de l'agence (Jensen et Meckling (1976); Fama et Jensen (1983)), l'augmentation du pouvoir de dirigeant, résultant de la dualité des postes de chef de la direction et de président du conseil, signale l'absence de séparation des décisions de gestion et de celles de contrôle. Pour Finkelstein et D'aveni (1994), cette dualité pourrait, tout en limitant l'indépendance du conseil d'administration, réduire son habileté à remplir ses rôles de surveillance et de gouvernance incluant les politiques de divulgation d'informations de la firme à des acteurs externes. Puisque l'existence d'un leader au sein du conseil différent du dirigeant pourrait significativement aider les administrateurs à prévenir les difficultés ainsi qu'à agir un cas de crise

## Introduction Générale

---

De ce qui précède, il est possible de penser qu'il serait plus vraisemblable que les firmes avec une dualité de postes de chef de la direction et de président du conseil soient associées avec une bonne qualité d'information, puisque le conseil serait plus efficace dans le contrôle des dirigeants et pour assurer un plus haut niveau de transparence. D'ailleurs, les résultats de certaines recherches empiriques le confirment. Les résultats de l'étude menée par Gul et Leung(2004), portant sur un échantillon de 385 entreprises de Hong Kong, ont révélé que les firmes avec dualité avaient des niveaux de divulgation plus bas que ceux des autres entreprises. Ainsi, la séparation est apparemment une bonne action.

En revanche, plusieurs chercheurs pensent le contraire, puisque cette composition de conseil augmente la probabilité que les actions et les attentes du dirigeant et du conseil soient en contradiction. C'est-à-dire les deux entités peuvent avoir deux lectures inverses de l'environnement. En plus le forme du conseil de surveillance est l'origine de deux types de cout d'agence ; le cout de contrôle ; le comportement du président et des couts d'information. De même, dans ce type de conseil, le transfert de l'information est coûteux et incomplet entre le Président du Conseil de surveillance et le dirigeant. Enfin, la décision prend longtemps pour circuler pour communiquer et pour l'appliquer (surveillance mutuel).

### **II.2.4 Des comités au sein de conseil d'administration**

Pour accroître son efficacité, le conseil d'administration recourt à des comités. Ceux-ci permettent au conseil d'administration de déléguer un certain nombre de ses missions qu'il n'a pas le temps d'exercer. Ces comités ne sont pas liés du conseil d'administrateur ; ils en facilitent le fonctionnement et concourent efficacement à la préparation des décisions.

#### **II.2.4.1 Le comité d'audit :**

Le comité d'audit est souvent chargé de superviser les opérations de contrôle interne ainsi que l'ensemble des relations avec les auditeurs externes, en examinant la nature des services autre que la révision des comptes que l'auditeur fournit à la société. La prestation par les auditeurs externes de services autre que la révision des comptes peut notablement compromettre leur indépendance et parfois les conduire à vérifier leurs propres travaux.

Le comité de vérification est généralement perçu comme un élément important de la structure globale de la gouvernance d'une entreprise, plus particulièrement au contrôle de l'information financière. Selon Klein (2002), Le comité fait également pression sur la direction et sur les vérificateurs interne et externe pour qu'ils agissent dans le meilleur intérêt de l'entreprise.

## Introduction Générale

---

Beasley (1996) pense que l'existence d'un comité de vérification ne réduit pas de façon appréciable la probabilité de publier des états financiers frauduleux. Depuis 1999, les règlements de la Bourse américaine exigent généralement que les sociétés aient un comité de vérification indépendant. Ce qui entraîne le fait que les résultats des études utilisant une variable dichotomique pour indiquer l'existence ou non de ce comité sont moins pertinents. C'est pourquoi certains chercheurs intègrent d'autres variables pour mesurer la fiabilité du comité d'audit. En effet, les résultats des travaux d'Abbott et Parker (2000, 2001) et de Carcello et Neal (2000) confirment que les comités de vérification indépendants prennent les mesures nécessaires, à l'intérieur de leur aire de contrôle, pour augmenter le niveau de qualité perçue des services de vérification et le degré d'indépendance du vérificateur.

L'exigence consistant à inclure au moins un expert financier dans le comité de vérification suppose que ce membre améliorera l'efficacité du comité. Bedard & al (2004) précisent que la présence d'au moins un expert en finance ou en comptabilité améliore la qualité des rapports et minimise la possibilité de gestion des résultats. Ce qui améliore la qualité du contrôle exercé par le conseil d'administration. Par ailleurs, selon Francis & al (1999), l'existence d'un auditeur appartenant à l'un des Big 6 (actuellement les Big 4) encourage la transparence et fournit plus de chance pour avoir des rapports de bonne qualité.

### **II.2.4.2 Les Comités des Rémunérations et des Nominations**

Le rôle du premier consiste à formuler des recommandations au conseil d'administration sur la politique de rémunération des responsables d'entreprise ainsi que sur la politique d'octroi de stock-option. Le second a pour mission de choisir de nouveaux administrateurs pour pallier le manque de personnel compétent en cas de démission d'un ancien administrateur.

### **II.2.5 Le nombre de réunion**

Plusieurs chercheurs constatent le nombre de réunion du conseil d'administrateur un variable explicatif a mesure l'efficacité de mécanismes de gouvernance. Il est mesure par le log (le NR d CA). l'étude du Charreau et Pitol-Belin (1987) a montré que le conseil doit se réunit au maximum 4 foi par an, alors que après 20 ans est autre étendu montre que la réunion augmente a 7 foi par an alors que l'étude de Abdel Wahed Omri et Boubakra méhari sur les sociétés tunisienne en 2003 montre que le nombre de réunions n'a pas une incidence sur la performance des entreprises tunisienne. Généralement, l'efficacité d'un nombre limité de réunion du conseil d'administrateur peut s'expliquer par la possibilité de déléguer certaine tâches du conseil aux différents comités.

### **. LA REMUNERATION DE DIRIGEANT COMME MECANISME DE GOUVERNANCE**

La rémunération des dirigeants des entreprises privées fait l'objet d'un débat qui ressort de façon récurrente. Les sommes versées aux dirigeants, en particulier dans les grandes entreprises, paraissent colossales comparées à celles versées aux employés. Il est certain que les intérêts des dirigeants ne coïncident généralement pas avec ceux de leurs actionnaires (horizon temporel différent, capital humain liées à l'entreprise est donc forte aversion pour le risque, tentation d'utiliser les ressources de l'entreprise pour leur propre satisfaction). Pour aligner les intérêts du dirigeant aux intérêts de l'actionnaire, ces derniers mettent en place des plans de rémunérations incitatifs.

La rémunération des dirigeants résulte d'un processus de négociation. L'issue de cette négociation dépend du pouvoir de contrôle de chacune des parties sur les différents aspects du processus. Selon Sire et Tremblay (1996), la rémunération des dirigeants dépend de la composition du conseil d'administration, de la rémunération de ces membres ou encore des moyens de contrôle du risque et de la rentabilité par le biais de l'audit.

#### **I.1 Les plans de rémunérations et leurs choix**

A fin de résoudre les conflits d'intérêts, Jensen et Meckling (1976) présentent le plan de rémunérations optimal qui permet d'aligner les intérêts des actionnaires avec ceux des dirigeants. Ces contrats doivent être sous forme de rémunération fixe, pourcentage de résultat net et de stocks options.

##### **I.1.1 La rémunération fixe :**

La rémunération d'un dirigeant peut prendre des aspects assez diversifiés. Il y a d'abord la rémunération fixe. C'est la rémunération mensuelle de base, augmentée des primes fixes. Elle constitue la partie la plus importante de la rémunération totale pour la plus grande majorité des dirigeants. A cela s'ajoutent parfois divers compléments, monétaires ou non, et des avantages dont peuvent profiter les dirigeants. Les compléments de salaires sont généralement les suivants :

- indemnités et allocations diverses;
- les avantages en nature; (voiture, maison, etc.)

### **I.1.2 La rémunération en fonction du résultat comptable :**

Les bonus variables ramènent au résultat comptable net et peuvent être assimilés à des pratiques d'intéressements à court terme. Dans ce type de rémunération, le dirigeant va chercher à augmenter le résultat comptable et par conséquent augmenter sa rémunération.

### **I.1.3 La rémunération en fonction de la performance boursière de l'entreprise**

Les options sur les actions et les plans d'actionnariat sont des rémunérations variables à long terme. Ces plans de performance fixent des objectifs de performance de la firme en termes de capitalisation boursière, c'est-à-dire en fonction du rendement et du résultat que réalise le dirigeant. C'est l'assemblée générale qui décide le nombre d'options à accorder au dirigeant. Si les objectifs de la performance sont réalisés, les profits seront distribués en cash ou en actions.

#### **Les stock-options**

Les stock-options peuvent être définies comme des options d'achat données gratuitement par l'entreprise au dirigeant. Ils lui permettent d'avoir le droit de vendre ou de conserver les actions. D'après Jensen et Meckling (1976), si le dirigeant est rémunéré en fonction de stock-option, il va maximiser le profit et augmenter la performance de la firme qu'il dirige. Les stock-options permettent donc de limiter leur opportunisme et d'aligner leurs intérêts sur ceux des propriétaires. Dans ce cas le dirigeant, qui devient comme un actionnaire de l'entreprise, va gérer l'entreprise dans l'intérêt des actionnaires.

## **I.2 Les facteurs qui influencent sur le système de rémunération**

Les dirigeants ont tendance à modérer leur exigence sur le plan de la rémunération qui va donc suivre le niveau du marché et dont l'évaluation se fera en fonction de la compétence personnelle du dirigeant.

Les sociétés ont tendance à fixer la barre des rémunérations en-dessous du plafond avec la possibilité, par la suite, de mener des négociations quant à une éventuelle hausse avec les intéressés. C'est un parcours normal que respectent la plupart des sociétés, ne serait ce que pour respecter une certaine équité interne et externe, c'est-à-dire, un rapport entre la rémunération versée dans la société à un dirigeant d'un certain profil et celle qui se pratique ailleurs. Mais la rémunération du dirigeant est fixée généralement en fonction de la taille et du secteur d'activité de la société qu'il dirige. D'autres éléments peuvent cependant entrer en ligne de compte, comme l'âge ou la réussite personnelle du



sujet. Généralement, les dirigeants sont, en début de mandat, beaucoup plus soucieux de se faire une bonne image que de gagner un salaire exorbitant.

### **I.1.4 Le rôle du conseil d'administration dans la rémunération de dirigeant**

D'après la théorie de l'agence, les compétences du conseil d'administration à évaluer et à observer les efforts des dirigeants influencent les formes de rémunération. Selon Holmstrom (1979), lorsque les actions des dirigeants sont connues et observables, le contrat d'incitation optimal prévoit un salaire fixe. A l'inverse, quand les décisions des dirigeants sont observables, il est nécessaire de lier la richesse aux résultats, comme par exemple, la valeur de la firme, afin que le dirigeant adopte un comportement optimal. De plus, l'existence d'un comité de rémunération au sein de conseil permet de suivre la rémunération de dirigeant et connaître la rémunération de l'autre dirigeant sur le marché.

## **I.5 Les facteurs influencés par le plan de rémunération**

### **1.5.1 Les stock-options comme moyen de résoudre les conflits des intérêts**

La thèse de convergence d'intérêts a été soutenue initialement par Berles et Means (1932) et confirmée par Jensen et Meckling (1976). Ces auteurs constatent que les stock-options alignent les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires et, par la suite, améliore la qualité d'information, puisque elles incitent le dirigeant à adopter les projets rentables et à rejeter les autres.

Cependant, la qualité de l'information varie directement en fonction de la fraction des actions détenue par les dirigeants. Plus le dirigeant détient des actions, plus ses intérêts convergent vers les intérêts de l'actionnaire. Ce qui l'incite à donner une information pertinente fiable et compréhensible pour attirer les investisseurs. D'après Morck, Shleifer et Vishny (1989) un dirigeant qui détient une part du capital dans une entreprise cherche toujours à maximiser son utilité et sa richesse. De ce fait, ce dernier va agir de manière à faire progresser la valeur de la firme, puisque cette action va lui garantir plus d'enrichissement.

Cependant, plusieurs auteurs tels que Griffith (1999), Deyong, Spong et Sullivan (2001) constatent que la détention des actions par les dirigeants est une solution aux problèmes de conflit des intérêts entre actionnaires et dirigeants.

### **1.5.2 Les stock-options comme moyen de l'enracinement du dirigeant**

Cependant, Jensen et Meckling (1983) ont critiqué la conception de la convergence des intérêts au moyen de l'actionnariat du dirigeant et constatent que les stock-options peuvent être observées comme source d'augmentation des coûts d'agence au lieu de les réduire. Ces auteurs affirment que la

## Introduction Générale

---

propriété de des dirigeants en matière d'actions ne fait que poser et accentuer leurs enracinements, au lieu de réduire leur opportunisme. De même, Selon Demsetz (1983), les dirigeants qui détiennent une part importante du capital échappent à tout contrôle et peuvent se permettre de diriger l'entreprise en fournissant le minimum d'effort. L'actionnariat de dirigeant entraîne donc leurs enracinements.

La propriété élevée des dirigeants peut entraîner leur tendance à bénéficier de leurs situations et à prendre des décisions qui échappent au contrôle des actionnaires. Selon Charreaux (1997), le dirigeant peut, dans cette situation, bénéficier d'un pouvoir de contrôle lui permettant d'utiliser des stratégies facilitant la conservation de sa position, l'augmentation de sa liberté d'action et l'augmentation de sa rémunération et des différents avantages.

Shleifer et Vishny (1988), Mc.Conneil et Servaes (1990) constatent que l'effet de convergence l'emporte sur l'effet d'enracinement ou inversement, selon la zone où se situe le part du capital détenu par les managers. En effet, sur un intervalle bien déterminé du pourcentage de l'action détenue par le dirigeant, ce dernier adopte un comportement opportuniste en favorisant son propre intérêt et aggravant, en conséquence, les conflits d'agence. Ainsi, la valeur de la firme risquerait de se dégrader. Au delà de cet intervalle, on s'attendra à une convergence des objectifs des managers et des actionnaires permettant la maximisation de la richesse de l'entreprise.

### **I.5.3 La relation plane de rémunération/comportement des dirigeants**

D'après la théorie de l'agence, le dirigeant préfère les projets qui permettent de maximiser leur bien être à court terme à ceux qui maximisent la valeur de l'entreprise outre qu'il penche pour les projets les moins risqués. Ce comportement des dirigeants est bien justifié par les chercheurs, d'une part parce que les dirigeants ont surinvestit en capital humain et n'ont pas diversifié leurs richesses personnelles, les dirigeants sont beaucoup plus sensibles à la variabilité des résultats de la société que ne le sont pas les actionnaires qui peuvent plus facilement diversifier leurs richesses. Dans le même sens, Charreaux (1987) démontre que les dirigeants ont intérêt à investir dans des projets moins risqués et plus rentables à court terme parce que leur horizon temporel dans l'entreprise est limité. Ce comportement des dirigeants peut mener à des bouleversements et à un manque de compétitivité.

D'après Black et Sholes (1973), l'établissement d'un plan de rémunération peut aider et encourager les dirigeants à investir dans des projets plus risqués et plus rentables à long terme. Ces auteurs constatent que la valeur de la firme augmente avec la variabilité des résultats. Toute chose égale par ailleurs, plus les dirigeants participent en capital par des formules d'actionnariat, plus ils ont tendance à choisir les stratégies et les investissements augmentant la volatilité des cash-flows.

Defusco et al (1990) ont obtenu des résultats cohérents en ce qui concerne la théorie des options, puisque les dirigeants détenant des actions ou des options adoptent des investissements de plus en plus risqués.

### **I.5.3.1 La relation plans de rémunération / nature des investissements**

Larker (1983) a étudié la relation entre la rémunération du dirigeant en stock-option et le niveau d'investissement (investissement en équipement, fusion et acquisition) mesuré par les ratios investissements/vente. Dans son étude, il utilise une comparaison dans le temps entre le niveau d'investissement en capital avant et après l'adoption des plans de performance. Le résultat de l'étude a établi une augmentation significative des investissements en capital après l'élaboration des plans d'incitation à long terme.

Smith et Watts (1992) ont constaté que les firmes ayant beaucoup d'opportunité d'investissement accordent un niveau de rémunération assez élevé à leurs dirigeants. Le degré élevé d'asymétrie d'information entre propriétaires et dirigeants incite ces firmes à privilégier les contrats à long terme d'une part parce que les actions des dirigeants sont inconnues et imperceptibles et d'autre part parce que ces derniers disposent des informations spécifiques qui concernent les occasions des investissements. Dans le même contexte, Lewellen, Loderer et Kenneth (1987) constatent que plus les firmes ont une importance relative en matière d'opportunités d'investissement à long terme, plus la proportion de rémunération en fonction de résultat comptable par rapport à la rémunération globale de dirigeant sera faible. Il existe donc une corrélation négative entre les systèmes de rémunération en fonction de résultat net et les investissements de nature à long terme. En plus, Dechow et Sloan (1991) montrent que les dirigeants ou leurs rémunérations très attachés aux bonus peuvent gonfler leurs rémunérations à court terme par le rejet des investissements développant des actifs intangibles afin de maximiser les bénéfices, le chiffre d'affaire et leurs rentes.

### **I.5.3.2 La rémunération de dirigeant et la gestion de résultat**

Dans le cadre de la théorie de l'agence et de la théorie des contrats, Watts et Zimmerman (1986) constatent que les entreprises dans lesquelles la rémunération des dirigeants se base sur les résultats nets comptables choisissent les méthodes comptables qui permettent d'augmenter les bénéfices. Dans le cadre de l'étude des seuils, il apparaît que le niveau de résultat peut constituer un seuil de publication, dès qu'une clause contractuelle est exprimée en fonction de ce même niveau de résultat (prime accordée aux dirigeants si le résultat atteint un certain niveau...).

Pour encourager la rémunération du dirigeant en fonction des stock-options, Lambert et Larker (1983) constatent que la mesure de performance est une fonction croissante de l'information qu'elle

## Introduction Générale

---

distribuée sur les actions des dirigeants. Ils prouvent qu'il est mieux d'utiliser la rémunération basée sur les valeurs des actions, lorsque la mesure comptable est bruyante et que la firme est dans une période d'investissement caractérisée par un accroissement rapide des actifs.

Mais ce type de rémunération est critiqué par plusieurs chercheurs qui constatent que le dirigeant rémunéré en fonction de stock-options est plus sensible à manipuler l'information, surtout pendant la période qui se situe entre l'octroi des options d'achat et la vente des actions. Durant cette période, le dirigeant tente d'utiliser des méthodes comptables qui permettent d'améliorer le résultat dans la seule fin d'augmenter le cours boursier. D'après Beneish (2001), les dirigeants qui détiennent une information privilégiée ont tendance à tirer profit de leurs situations soit en vendant ou en achetant le titre de l'entreprise au moment opportun.

## **II- LA STRUCTURE DE LA PROPRIÉTÉ COMME MÉCANISME DE GOUVERNANCE**

La structure de la propriété constitue un déterminant important de la répartition des pouvoirs au niveau de la firme. Le choix de cette structure permet en partie d'aligner les intérêts des actionnaires et des dirigeants et par la suite d'améliorer la performance de la firme.

La fragmentation de l'actionnariat affaiblit le contrôle des actionnaires et laisse aux gestionnaires des marges de manœuvre plus grandes pour gérer la divulgation de l'information dans les rapports annuels qui ne sera pas par conséquent neutre et transparente. Vu l'intensité des conflits d'agence qui autorise les dirigeants à gérer l'information comptable et les conséquences que peut avoir ce processus de gestion sur la quantité et la qualité de l'information divulguée et sur les décisions des utilisateurs, les actionnaires sont incités à développer les processus de contrôle dans l'entreprise.

# Introduction Générale

---

Charreaux (1997), Shleifer et Vishny (1997) supposent que la structure de la propriété peut être un moyen de contrôle efficace de la gestion des dirigeants, car elle permet de réunir, lorsque certaines conditions sont présentes (concentration du capital et nature des actionnaires), les bases d'un système de contrôle efficace, à savoir, inciter les contrôleurs à remplir leur fonction, et réduire le coût du contrôle.

Moerland (1999) met l'accent sur trois points caractérisant la structure de la propriété de l'entreprise : l'identité des actionnaires, la distribution de la propriété et les droits de propriété. Les droits de propriété acquis dans l'entreprise par la détention d'un grand nombre d'actions donnent aux actionnaires plusieurs avantages (droit de contrôle, d'information, cash flow, etc.). Ces droits se renforcent par le droit de vote dans les assemblées annuelles des actionnaires. Le principe est normalement une action égale à un droit de vote. Mais ce dispositif est rarement respecté en raison des contraintes imposées par les actionnaires. Ainsi, les droits de contrôle sont, d'une manière ou d'une autre, bien limités. Dans cette section nous allons présenter les différentes formes de la structure de la propriété et le mode de gouvernance appropriée à chaque forme.

## **II.1 Les investisseurs institutionnels**

La présence, de plus en plus forte, des investisseurs institutionnels au sein du capital des entreprises a attiré l'attention de plusieurs chercheurs pour étudier le rôle de ces acteurs majeurs dans la gouvernance des entreprises. Selon Party et Poitevin (1995), les investisseurs institutionnels sont les régimes de retraites privés et publics, les fonds communs de placement, les banques et quasi-banques, les compagnies d'assurances et les fondations publiques et privées. D'après Boehmer (2000), la présence des investisseurs institutionnels au niveau de la structure de la propriété permet à son tour d'une part de résoudre certains conflits entre les actionnaires et les dirigeants et d'autre part d'améliorer la performance de la firme.

Il est donc possible de définir l'investisseur institutionnel comme tout organisme financier disposant de masses considérables de capitaux collectés des épargnes qu'il investit sur les marchés des actions et des obligations. Smith, Bathala, Moon et Rao (1994), Giammarino et Lutzic (1995), Macintosh et Schwartz (1995) affirment que ces investisseurs institutionnels sont les meilleurs partenaires influents pour surveiller les dirigeants et assurer la bonne conduite de l'entreprise. Ces investisseurs bénéficient des économies d'échelle lors de la collecte de l'information leur permettant d'exercer le contrôle à moindre coût par rapport aux actionnaires individuels isolés et de s'imposer comme interlocuteurs privilégiés.

## Introduction Générale

---

Black, Lease, et Smith (1988) constatent que les investisseurs institutionnels peuvent soit intervenir directement par le droit de vote, soit occuper une place importante dans le conseil d'administration pour améliorer la conduite de l'entreprise et accroître sa performance. En plus, Selon Black (1997) à concurrence de leurs moyens financiers de plus en plus importants des fonds collectés, les investisseurs institutionnels peuvent détenir des blocs non négligeables d'actions dans les grandes entreprises tout en possédant un portefeuille diversifié.

Les investisseurs institutionnels sont supposés exercer un contrôle effectif et strict sur la gestion de la firme. Shhhort et Keasey (1997) se fondent sur un échantillon de 225 sociétés cotées à la bourse de Londres entre 1988 et 1992 et concluent que la présence d'investisseurs institutionnels a un impact sur la performance mesurée par plusieurs indicateurs comptable et boursiers, à condition qu'il n'existe aucun autre actionnaire externe important. Toutefois, Wruck (1989) a démontré sur la base d'un échantillon de 128 entreprises, procédant à l'émission de nouvelles actions acquises principalement par des investisseurs institutionnels, que la réaction des cours boursiers dépend de l'impact de cette émission sur le degré de concentration de la propriété de la firme.

L'efficacité du contrôle des institutionnels dépend du droit légal qu'ils ont. En Allemagne, par exemple, les institutionnels et spécialement les banques jouent un rôle dominant et assurent un contrôle effectif, d'une part parce qu'ils sont des membres du conseil d'administration et d'autre part parce qu'ils détiennent une part élevée. Aux Etats Unis, les institutionnels et principalement les fonds de pensions ont un rôle actif, puisqu'ils se permettent de s'opposer à certaines décisions des dirigeants et à exercer leurs votes plus fréquemment que les autres actionnaires.

La plus part des littératures considèrent la présence des investisseurs institutionnels en tant qu'actionnaires au sein de l'entreprise comme un mécanisme de gouvernement d'entreprise permettant un contrôle efficace des stratégies adoptées. D'après Plihon (1999), les investisseurs institutionnels jouent un rôle déterminant dans l'internalisation des marchés financiers.

### **II.2 Structures de propriété**

La concentration de la propriété (présence d'un grand actionnaire) ou la dispersion de la propriété dépend des différents systèmes de gouvernance.

On distingue alors :

- Berles et Means décrit la structure de capital des pays anglo-saxons, ils constatent que ces payés se caractérisent par un capital dilué. l'actionnariat est plus dispersé aux Etats-Unis qu'au Japon où les actionnaires majoritaires sont souvent des institutions

financières. La plupart des grandes entreprises canadiennes ont une propriété concentrée.

- Les pays d'Europe occidentale se caractérisent par un actionnariat concentré, des marchés de capitaux peu liquide et un degré élevé de participations croisées, sachant que les principaux actionnaires sont souvent des familles ou des sociétés de holdings.
- Les pays d'Asie se définissent par une concentration d'actionnariat très importante, mais le degré de dispersion augmente avec le développement économique du pays.

### **II.2.1 La concentration de l'actionnariat**

Shleifer et Vishny (1997) pensent qu'il existe deux grandes solutions pour résoudre les conflits d'intérêts qui existent entre les actionnaires et les dirigeants. La première consiste à protéger juridiquement les actionnaires et la seconde réside dans la concentration de l'actionnariat. Dans la mesure où la première solution est insuffisante pour protéger les investisseurs, Shleifer et Vishny (1997) recommandent la seconde solution. En théorie, la concentration de l'actionnariat permet de réduire les coûts d'agences engendrés par les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants et fait augmenter ainsi la performance des entreprises.

- Les actionnaires majoritaires et le contrôle de l'entreprise

Lapointe définit la notion de contrôle comme étant le pouvoir d'influence de façon durable sur les décisions courantes et stratégiques de l'entreprise en matière d'exploitation ; de financement et d'investissement.

Le pouvoir de contrôle est effectif, si l'actionnaire possède la majorité des actions dans le capital de l'entreprise. L'actionnaire majoritaire qui détient le pouvoir et le contrôle au sein de l'organisation peut être qualifié de « controlling shareholder », de « propriété ultime », ou « d'actionnaire de contrôle ». Pour l'actionnaire ultime ; il existe un seuil bien déterminé. Concernant les pays anglo-saxons, ce seuil est fixé à 20 %.

### **II.2.2 La propriété dispersée**

Une propriété est dite dispersée, lorsque ces titres sont détenus par un grand nombre de petits actionnaires dont chacun n'exerce aucun pouvoir réel sur les décisions prises par les gestionnaires. Néanmoins, la dispersion de l'actionnariat n'incite pas à la surveillance de la direction, mais elle encourage le développement des marchés boursiers liquides et actifs. Aux Etats Unis et en Angleterre où la propriété est dispersée, un mécanisme de « consolidation » de propriété est apparu : c'est celui de

## Introduction Générale

---

la prise de contrôle. Cependant, les firmes à faibles performances et ayant des cash flow excédentaires et de faibles opportunités d'investissements représentent des firmes cibles pour les autres firmes. Ces dernières vont acquérir les premières afin de profiter de cet excès de liquidité et remplacer le dirigeant qui peut être l'auteur de la mauvaise performance de la firme cible. Dans ce sens, les prises de contrôles représentent une menace de perte d'emploi pour les dirigeants et surtout un mécanisme rapide de concentration de propriété.

Selon Grosman et Hart (1980), les actionnaires minoritaires espèrent profiter des opportunités d'amélioration de la performance sans engager de dépenses. Par conséquent, chaque actionnaire est incité à devenir un «passager clandestin» ou «free rider», car la faiblesse de leur participation les empêche d'avoir les moyens de contrôle efficace. Aucun actionnaire minoritaire n'est incité à entreprendre des mesures de contrôle concernant le dirigeant au risque de supporter à lui seul la totalité des coûts, alors que les avantages éventuels seront partagés entre tous les actionnaires.

### **II.3 Séparation de la propriété du contrôle**

#### **II.3.1 Définition**

Tout actionnaire doit détenir une part équivalente des droits aux flux de trésorerie et de droits de vote. C'est ce qu'on appelle la proportionnalité entre propriété et contrôle. La propriété peut être donc séparée du contrôle en plafonnant l'exercice du droit de vote : limiter le droit de vote en assemblée générale à un pourcentage quel que soit le pourcentage du capital détenu.

Les décalages entre propriété et contrôle peuvent accentuer la divergence entre les motivations des actionnaires de contrôle et celles des actionnaires minoritaires. Plusieurs littératures académiques ont évoqué le contexte de la séparation entre propriété et contrôle au sein de l'actionnariat des entreprises privées.

#### **II.3.2 Le mécanisme de séparation de la propriété du contrôle :**

D'après Laporta et al (1999), plusieurs mécanismes permettent d'éliminer le pouvoir dans l'entreprise du capital détenu. Il s'agit principalement des participations croisées à droit de votes multiples et des émissions d'action sans droit de vote. Ces techniques peuvent aussi être cumulées au sein d'une même entreprise. Bebchek et al. (1991) parlent de «controlling minority structure» étant donné que ces structures permettent aux actionnaires de contrôler une autre société en ne détenant qu'une fraction déduite du capital et que la propriété peut également être séparée du contrôle en plafonnant explicitement l'exercice du droit de vote.



## Introduction Générale

---

Il existe plusieurs mécanismes aux actionnaires dominants d'accroître leurs contrôles ayant pour objet une société. Parmi ces levis, on dénombre notamment, la participation croisée, le certificat d'investissement, l'action à droits de vote multiple et sans droit de vote qui offrent la possibilité de découper le contrôle de la part effectivement détenue dans le capital de l'entreprise.