

Document de Travail

Working Paper

2008-37

Responsabilité et indépendance du conseil d'administration : Les apports de l'analyse économique

Antoine Rebérioux



UMR 7166 CNRS

Université Paris X-Nanterre
Maison Max Weber (bâtiments K et G)
200, Avenue de la République
92001 NANTERRE CEDEX

Tél et Fax : 33.(0)1.40.97.59.07
Email : secretariat-economix@u-paris10.fr



Université Paris X Nanterre

Responsabilité et indépendance du conseil d'administration :

Les apports de l'analyse économique

Board accountability and independence :
What can be learned from economic analysis ?

Antoine Reberieux*

novembre 2008

Résumé : L'indépendance des administrateurs des sociétés cotées a fait l'objet de nombreuses études empiriques en finance. Les résultats sont globalement très peu probants sur l'efficacité de ce principe. Ces recherches ont pu masquer un autre débat, relevant de l'analyse économique du droit, relatif à la responsabilité des administrateurs. Sur cette question deux théories s'opposent, l'une défendant l'idée que les membres du conseil ont pour responsabilité de servir l'intérêt des seuls actionnaires, l'autre mettant en avant le principe d'une responsabilité élargie. Nous montrons que ces deux questionnements, sur l'indépendance et la responsabilité, ne sont pas sans lien. Selon le modèle de responsabilité retenu, l'indépendance s'impose avec plus ou moins de force. Corrélativement, les explications avancées pour rendre compte des résultats décevants de l'indépendance ne seront pas les mêmes selon que l'on adopte ou non un modèle « actionnarial » de responsabilité.

Abstract: Board of directors independence has been a focus for a large series of studies in finance. The overall evidence suggests that independence has no or negative effect on firm performance. Director accountability constitutes a second topic of research, in law and economics. Two distinctive models might be identified. The first one gives primacy to the interests of shareholders, whereas the other advocates enlarged fiduciary duties for directors. We argue that these two issues (independence and accountability) are related. In particular, we show that independence is a strong implication only for the shareholder model of accountability. In turn, the way the poor results of independency are accounted for crucially depends on the way director accountability is analyzed.

Mots clés : gouvernance d'entreprise, conseil d'administration, théorie de la firme

Keywords : corporate governance, board of directors, theory of the firm

Code JEL : G30, D23, K22

* EconomiX, Université Paris X-Nanterre ; antoine.reberieux@u-paris10.fr

Cet article a largement bénéficié des discussions avec les participants à l'*European School on New Institutional Economics* (Cargèse, mai 2007), où il a été présenté en atelier. Je reste seul responsable des imperfections subsistantes.

Au-delà de leurs différences, la ‘Société anonyme’ en France, la ‘*Public limited company*’ en Grande-Bretagne ou la ‘*Public corporation*’ aux Etats-Unis partagent les quatre mêmes attributs fondamentaux (Hansmann et Kraakman [2004a], p.5) : personnalité morale, négociabilité des parts sociales, risque limité à hauteur des capitaux apportés et existence d’un conseil d’administration (*board of directors*). Cet organe, distinct de la direction, est chargé de définir la stratégie de l’entreprise et d’en superviser la mise en œuvre¹. Alors que les bénéficiaires des trois premiers sont peu sujets à controverse, la fonction économique et l’effectivité du conseil d’administration des sociétés cotées posent toujours question.

Ce n’est pas faute de recherche en la matière. L’importance du conseil d’administration a été reconnue de longue date : dans leur ouvrage séminal publié en 1932, Berle et Means identifiaient déjà le contrôle sur une entreprise comme la capacité à influencer le conseil d’administration. Si bien d’autres dispositifs de gouvernance ont été étudiés depuis lors – les offres publiques d’achat ou d’échange (Manne [1965]), le droit des sociétés (Hansmann et Kraakman [2004b]), le marché du travail des dirigeants (Fama [1980]), les *stock options* (Jensen et Murphy [1990]), le *monitoring* par concentration de la propriété (Coffee, 1991) ou la dette (Tirole [2006], pp.51 et s.) – il est probable qu’aucun n’a fait l’objet de développements si nombreux.

Depuis deux décennies, ces recherches se sont prioritairement concentrées sur la question de l’indépendance des administrateurs relativement à la direction, en nette progression. De nombreuses études ont été menées, cherchant à mesurer l’impact de ce mouvement sur la performance des firmes ou sur la rémunération des dirigeants. Ces recherches s’inscrivent généralement dans le champ de l’économie financière, en raison de la place donnée à l’évaluation boursière pour mesurer la performance. Les résultats sont globalement très peu probants sur l’efficacité de ce principe.

Ces questionnements sur l’efficacité de l’indépendance ont pu masquer un autre débat, non moins important et également ‘ouvert’, relatif à la responsabilité ultime des administrateurs. Sur cette question deux théories s’opposent, l’une défendant l’idée que les membres du conseil ont pour responsabilité de servir l’intérêt des seuls actionnaires, l’autre mettant en avant le principe d’une responsabilité élargie. Ces recherches sont à la frontière de la théorie de la firme et de l’analyse économique du droit, dans la mesure où la responsabilité du conseil fait l’objet d’une définition juridique, codifiée et/ou jurisprudentielle.

Dans cet article, nous présentons les développements les plus récents de chacune de ces branches de recherche. S’il existe déjà des revues de littérature consacrées à la question de l’indépendance par rapport à la direction (la dernière étant, à notre connaissance, celle de Hermlin et Weisbach [2003]), aucune n’a explicitement rapproché celle-ci des réflexions sur la responsabilité du conseil. Notre argument est pourtant que la réflexion sur l’indépendance des administrateurs est difficilement séparable d’un questionnement sur leur

¹ En France, le Code de commerce précise ainsi (art. L225.35) : « *Le Conseil d’Administration détermine les orientations de l’activité de la société et veille à leur mise en oeuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d’actionnaires et dans la limite de l’objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Le Conseil d’Administration procède aux contrôles et vérifications qu’il juge opportuns* ». Les sociétés anonymes peuvent également adopter un conseil de surveillance spécifiquement chargé de la supervision de la direction – à la manière allemande. En 2007, un quart des sociétés cotées avaient fait ce choix (AMF [2008]). Sauf précision, les développements contenus dans cet article s’appliquent à la fois au conseil d’administration et au conseil de surveillance.

responsabilité. En d'autres termes, selon que l'on adopte ou non un modèle « actionnarial » de responsabilité, l'indépendance s'impose avec plus ou moins d'évidence.

L'article est organisé de la manière suivante. La première partie s'intéresse aux travaux portant sur la responsabilité des administrateurs, et oppose un modèle « actionnarial » du conseil à un modèle de responsabilité élargie, issu des travaux de Blair et Stout [1999 ; 2001 ; 2006]. La manière dont chacun de ces modèles envisage la question de l'indépendance relativement à la direction fait l'objet d'un examen spécifique. La deuxième partie se concentre plus directement sur l'indépendance et les recherches empiriques qui lui ont été consacrées : les résultats paradoxaux des études économétriques sont soulignés. La troisième partie propose une explication de ces résultats centrée sur l'idée d'un arbitrage entre indépendance et connaissance. La dernière partie conclut, en envisageant le rôle que peuvent jouer des administrateurs 'affiliés', qui ne répondent pas aux critères contemporains de l'indépendance sans pour autant être directement liés à la direction de l'entreprise.

LA RESPONSABILITE DES ADMINISTRATEURS

Les débats sur la responsabilité des administrateurs dans les sociétés cotées ont, en théorie juridique, une longue histoire (Cheffins [2004]). Ainsi, une controverse célèbre opposa, quelques mois avant la parution de l'ouvrage de Berle et Means [1932] *The Modern Corporation and Private Property*, Berle [1932] et Dodd [1932] sur cette question. Berle affirmait que le conseil d'administration était au service de l'intérêt des porteurs de fonds propres, posant ainsi les canons du modèle « actionnarial » de gouvernance. Le second défendait au contraire l'idée d'une responsabilité élargie, plus proche de la conception continentale-européenne prévalant à l'époque : l'« intérêt de l'entreprise », qui synthétise l'intérêt de ses différentes parties prenantes, est mis en avant. Dans le dernier chapitre de *The Modern Corporation*, Berle infléchit lui-même sa position, ouvrant à une conception élargie de la responsabilité. Pendant quatre décennies, cette conception domine les travaux scientifiques. Dans les années 1970, un mouvement de balancier s'opère : les développements en finance et en théorie de la firme vont apporter des fondements analytiques plus solides au modèle actionnarial. Il faut attendre la fin des années 1990 pour que la conception élargie de la responsabilité reprenne une certaine vigueur, avec l'article de Blair et Stout [1999].

Le modèle actionnarial

Nous étudions successivement les fondements du modèle actionnarial de gouvernance et ses principales implications relativement au conseil d'administration.

Les fondements

Le modèle actionnarial traite de la question de la gouvernance d'entreprise dans le cadre d'une relation d'agence : les actionnaires, qui sont les « principaux », embauchent l'équipe managériale (les « agents ») pour mener à bien la gestion de l'entreprise. Ce privilège accordé aux actionnaires peut être justifié de deux manières différentes.

On peut tout d'abord considérer que les actionnaires sont les « propriétaires » de l'entreprise. Cette justification fait pourtant problème aux niveaux aussi bien juridique qu'économique. D'un point de vue juridique, les actionnaires sont propriétaires de leurs parts sociales, ce qui

leur donne certains droits². Mais ils ne sont à proprement parler propriétaires ni du capital tangible (possédé par la société comme personne morale), ni du capital intangible (dont la propriété pose question) ni du capital humain (qui n'est pas un objet de propriété). Au niveau économique, les approches 'contractuelle' et 'entitaire' de l'entreprise, si elles s'opposent sur des points essentiels, rejettent toute deux la notion de propriété : on ne peut être propriétaire ni d'un nœud de contrats (Fama [1980]) ni d'une entité collective (Biondi, Canziani et Kirat [2007]).

La seconde justification pose que les actionnaires sont les seules parties prenantes à supporter le risque entrepreneurial, dans la mesure où le contrat d'action, contrairement au contrat de travail ou au contrat de dette, ne spécifie *ex ante* aucune rémunération particulière (Easterbrook et Fishel [1993]): ils sont les « créanciers résiduels » (*residual claimers*). L'efficacité économique, c'est-à-dire la maximisation du profit (le revenu résiduel), recommande alors de servir l'intérêt des actionnaires. Si les actionnaires sont effectivement les seuls créanciers résiduels et si, par ailleurs, les marchés boursiers sont efficaces au sens informationnel, la valeur boursière reflète au mieux la performance des entreprises. Elle est à la fois un indicateur « objectif » (public) et « juste » (reflétant l'ensemble des informations disponibles) de la performance. La gestion de l'entreprise doit être subordonnée à la maximisation de cette valeur.

Les asymétries informationnelles, couplées à l'opportunisme des agents, créent néanmoins des « coûts d'agence » (Jensen et Meckling [1976]). Ces coûts d'agence sont accrus par la dispersion de la propriété sociale, qui limite la volonté des actionnaires d'intervenir dans la conduite de l'entreprise (Berle et Means [1932]). La minimisation des coûts d'agence passe par la mise en place de dispositifs susceptibles de rapprocher l'intérêt des agents de celui des principaux. Le conseil d'administration est précisément analysé dans ce cadre : c'est une institution dont la fonction est de réduire les coûts d'agence, en prenant en charge la surveillance de la direction au nom des actionnaires (Fama [1980], Fama et Jensen [1983], Hermalin et Weisbach [2003]).

On retrouve une analyse très proche chez Williamson [1984 ; 2007] ou Romano [1996], quoique dans un cadre théorique sensiblement différent : l'efficacité passe par la minimisation non plus des coûts d'agence, mais des coûts de transaction. Le conseil d'administration est alors considéré comme une « structure de gouvernance » appropriée aux spécificités de la transaction entre actionnaires et firme. Cette transaction accorde des droits aux dividendes en échange de l'apport en liquidité. Elle ne prévoit donc aucune rémunération *ex ante* : en cela, elle est bien adaptée au financement de projets spécifiques, peu redéployables, qui recommandent une grande souplesse. Il convient néanmoins d'offrir une protection adéquate aux porteurs de fonds propres : c'est le rôle du conseil d'administration qui, là encore, doit assurer la surveillance des dirigeants.

Les implications

Les analyses précédentes se rejoignent pour faire du conseil d'administration un organe en charge du contrôle des dirigeants, au nom des actionnaires. La fonction « disciplinaire » du conseil (Charreaux [2000]) est mise en exergue – le rapprochant en cela d'un conseil de surveillance – au détriment de sa fonction « stratégique » sur laquelle insiste plus volontiers la littérature de management (Kaufman et Englander [2005]). Deux implications normatives se

² Par exemple, le droit de vote sur les résolutions aux assemblées générales, le droit de disposer de documents informant de la gestion de l'entreprise, le droit aux dividendes, le droit de revendre les parts sociales, etc.

déduisent immédiatement de cette analyse : les administrateurs doivent être *dépendants* des actionnaires (i) et *indépendants* de la direction (ii).

(i) Si les administrateurs sont au service des actionnaires, il convient que leurs intérêts soient le plus possible convergents. La dépendance à l'égard des actionnaires exclut tout d'abord l'ouverture du conseil à des représentants d'autres parties prenantes, un point que souligne très justement Romano [1996]: « *Transaction cost economics offers no analytical support for expanding board representation to non-shareholder groups, and indeed, cautions against such proposals* » (p.293). Le système de cogestion, existant dans près de la moitié des Etats membres de l'Union européenne et qui consiste à ouvrir le conseil d'administration (Suède) ou le conseil de surveillance (Allemagne) à des représentants des salariés, est donc considéré comme inefficace.

Même si les administrateurs représentent formellement l'intérêt des actionnaires, leur degré de dépendance par rapport à ces derniers variera en fonction d'un certain nombre de dispositifs :

- La détention d'actions de la société par les administrateurs est un premier moyen d'accroître ce degré de dépendance, étudié depuis peu par la littérature (Ryan et Wiggins [2004], Linn et Park [2005], Farrell, Friesen et Hersch [2008]).
- Les procédures de nomination et de révocation des administrateurs, telles que définies par le droit des sociétés, sont également décisives en la matière. Ces procédures font particulièrement débat aux Etats-Unis, où les pouvoirs des actionnaires sont *de jure* assez faibles, relativement à la France, la Belgique, l'Allemagne ou la Grande-Bretagne (Cools [2005], pp.745 et s.; Lele et Siems [2007]). Ainsi et par exemple, les possibilités pour des actionnaires américains de proposer à la *nomination* un candidat lors d'une assemblée générale sont limitées : même inscrite à l'avance, la résolution peut être simplement retirée de l'ordre du jour par les administrateurs en place. En matière de *révocation* (avant terme), une cause est nécessaire aux Etats-Unis. Le contraste avec la France est saisissant : au cours d'une assemblée générale, les actionnaires peuvent révoquer les administrateurs par un simple vote à la majorité, sans aucune justification (*ad nutum*) et sans que cela ne fasse l'objet d'une résolution préalable. Ces règles ou pratiques, contribuant à isoler les administrateurs des actionnaires, sont aujourd'hui dénoncées par un certain nombre d'auteurs aux Etats-Unis, qui y voient une source d'inefficacité (Bebchuk [2007]).

(ii) Si les administrateurs doivent surveiller les dirigeants, ils doivent être le plus possible indépendants de la direction. Les avocats du modèle actionnarial insistent donc invariablement sur la nécessité de favoriser l'indépendance du conseil. Ce point est de nouveau exprimé de la manière la plus nette par Romano [1996] : « *Williamson's perspective on the board provides analytical support for long-standing proposals of legal commentators to enhance the role of directors independent of management, referred to as outside directors [...]* » (p.281). Dans un article influent, Gordon [2007] interprète d'ailleurs l'indépendance croissante des administrateurs comme le signe d'une montée en puissance d'un mode de gouvernance orientée vers la satisfaction des actionnaires, soulignant là encore les liens qui unissent modèle actionnarial et indépendance : « *This Article explains the trend [towards independent directors] in terms of two interrelated developments in U.S. political economy: first, the shift to shareholder value as the primary corporate objective; second, the greater informativeness of stock market prices. The overriding effect is to commit the firm to a shareholder wealth maximizing strategy as best measured by stock price performance* » (p.1465).

Le modèle de la « production en équipe »

Tant dans ses fondements analytiques que dans ses recommandations pratiques, le modèle de la « production en équipe » (*team production*), dont la version canonique est présentée dans Blair et Stout [1999]³, s'oppose au modèle actionnarial.

Les fondements

Le modèle de la « production en équipe » part d'une représentation de l'entreprise mêlant trois ingrédients au cœur de la théorie de la firme contemporaine : l'incomplétude contractuelle (i), la spécificité du capital humain (ii) et la « production en équipe » (iii).

(i) La première hypothèse est qu'un certain nombre de dimensions essentielles à la performance de long terme des entreprises ne peuvent faire l'objet d'un contrat (Grossman et Hart [1986]). Cette difficulté est particulièrement évidente dans le cas d'investissements en capital humain : la signature d'un contrat, garanti par le système juridique, prévoyant explicitement l'acquisition de compétences par les salariés pose problème (Pagano et Rossi [2004]).

(ii) La seconde hypothèse est que la création de valeur recommande de plus en plus que certaines parties prenantes spécialisent leur capital, et notamment les salariés (Blair [1999]). La spécialisation crée une relation de dépendance par rapport à l'entreprise. Si ces investissements ne peuvent faire l'objet d'un contrat, la rémunération des salariés va être fonction des performances futures de l'entreprise, sans garantie de retour. La conséquence est importante : des salariés qui ont investi dans du capital humain spécifique deviennent, au même titre que les actionnaires, des créanciers résiduels (Blair [1995]). La justification du modèle actionnarial de gouvernance par le fait que les porteurs de fonds propres sont les seules parties prenantes à être *residual claimers* trouve ici une limite.

(iii) La troisième hypothèse est que la contribution de chacune des parties prenantes à la création de richesse peut être très difficile à apprécier, en raison de la complémentarité des actifs : il y a alors « production en équipe » (*team production*). Si l'on considère le cas des salariés, une situation de production en équipe signifie pratiquement qu'il est impossible de déterminer les contributions individuelles à partir de la seule observation du résultat (Alchian et Demsetz [1972]). Pas plus qu'ils ne peuvent faire l'objet d'un contrat *ex ante*, les investissements spécifiques réalisés par les salariés ne pourront être déduits du résultat de l'activité productive. Les entreprises peuvent alors profiter du caractère peu redéployable du capital humain pour s'approprier la quasi-totalité du rendement de ces investissements. Anticipant ce « *hold up* », les salariés choisiront un niveau sous-optimal de spécialisation de leur capital, i.e. ne maximisant pas le profit de l'entreprise. En d'autres termes, en l'absence d'une quelconque protection, les membres de l'équipe craindront de n'être pas justement rétribués, et seront donc réticents à s'engager, au détriment de l'efficacité globale.

La difficulté est donc la suivante : comment profiter des gains liés aux investissements spécifiques et à la production en équipe, alors même que les agents ne peuvent être protégés

³ Blair et Stout ont notamment développé leur argument dans les articles suivants : Blair [1999], Blair et Stout [2001 ; 2006], Stout [2007]. Le *Journal of Corporation Law* a proposé en 1999 un numéro spécial (vol.24) consacré à l'application de ce modèle à divers problèmes de droit des sociétés. On trouve également de nombreuses utilisations de ce modèle, avec par exemple Kostant [1999], Ben Ishai [2006] ou encore Gelter [2008].

ex ante par le biais d'un contrat? L'idée de Blair et Stout [1999] est que le rôle du conseil d'administration des sociétés cotées peut être compris à cette aune (cf. également Zingales [1998]): toutes les parties prenantes qui investissent à risque, membres de l'équipe, ont intérêt à déléguer leur pouvoir à un tiers indépendant, le conseil d'administration, dont l'objectif est de servir au mieux l'intérêt de l'équipe. A cette fin, le conseil va assumer les grands choix stratégiques et s'assurer que la direction ne lèse aucun des membres de l'équipe dans la conduite opérationnelle de la firme. Il va également résoudre les conflits entre membres, en jouant un rôle d'arbitrage interne. Il évite ainsi aux membres de l'équipe de faire systématiquement appel à un tiers extérieur (tribunal) pour régler leurs différends. Blair et Stout [1999] reprennent ici une proposition caractéristique de l'analyse williamsonienne de la coordination selon laquelle l'appui sur des structures d'arbitrage internes réduit les coûts de transaction.

L'argument de Blair et Stout peut être résumé de la manière suivante : lorsque l'activité d'une entreprise nécessite des investissements spécifiques de la part des différentes parties prenantes et que les actifs sont dans un rapport de complémentarité, des mécanismes sont nécessaires pour favoriser l'engagement des parties. Le conseil d'administration des sociétés cotées fournit un tel mécanisme, en se présentant comme un organe en charge de poursuivre l'intérêt de l'équipe plutôt que l'intérêt de l'une de ses parties prenantes. La direction ne doit pas être considérée comme l'agent des actionnaires, et les administrateurs n'ont pas pour rôle de réduire les coûts d'agence.

Les implications

La neutralité du conseil est essentielle : c'est elle qui va encourager les différentes parties prenantes à spécialiser leurs actifs. La « capture » du conseil par l'une des parties, quelle qu'elle soit, est source d'inefficacité. Les recommandations du modèle *team production* se démarquent alors clairement du modèle actionnarial : l'indépendance du conseil doit s'entendre relativement à l'ensemble des membres de l'équipe, actionnaires, salariés et directeurs – et non pas seulement à l'égard de la direction.

De ce point de vue, la détention d'actions par des membres du conseil est regardée avec circonspection. De même, la limitation des droits des actionnaires minoritaires lors des assemblées générales est un moyen de garantir la neutralité du conseil (Stout [2007]). Blair et Stout [1999] insistent d'ailleurs sur la correspondance de leur modèle avec la réalité du droit des sociétés cotées aux Etats-Unis, et au Delaware (où est immatriculée une part importante des sociétés cotées) en particulier. Deux éléments sont plus particulièrement mis en avant. D'une part, les devoirs fiduciaires des dirigeants et des administrateurs, qui encadrent juridiquement leur activité, sont exercés au nom de l'entreprise, comme entité productive, et non pas au nom des actionnaires. D'autre part, on l'a vu, les pouvoirs des actionnaires en matière de nomination et de révocation des administrateurs sont très limités. Ce qui apparaît comme sous-optimal ou anormal dans le cadre du modèle actionnarial est ici analysé comme un facteur d'efficacité.

Le modèle de la production en équipe a également été appliqué au cas canadien (Ben-Ishai [2006]) mais pas, à notre connaissance, à des pays d'Europe continentale. Une analyse très liminaire suggère que sur les deux éléments mis en avant par Blair et Stout (1999), seul le premier est effectif en droit continental: les devoirs fiduciaires des administrateurs ne sont pas réductibles au service de l'intérêt des actionnaires, ni dans le droit français (Paillusseau [1999]) ni dans le droit allemand (Schmidt [2003]). En revanche, le second élément fait

problème : les pouvoirs des actionnaires français ou allemands sur le conseil d'administration sont *de jure* beaucoup plus étendus qu'aux Etats-Unis (cf. *supra*). Ceci ne signifie pas pour autant que le modèle de la production en équipe n'a aucune pertinence dans le cas continental. On peut effectivement interpréter les droits dont disposent les salariés continentaux en matière de gouvernance, et notamment la cogestion, comme un moyen de rééquilibrer les pouvoirs, de manière à garantir la neutralité du conseil (Gelter [2008]). De ce point de vue, alors que la présence d'administrateurs-salariés est incompatible avec le modèle actionnarial (elle heurte à la fois le principe de dépendance vis-à-vis des actionnaires et d'indépendance vis-à-vis de la direction), elle est envisageable dans le cadre *team production*, comme un moyen de protéger les investissements spécifiques des salariés lorsque les actionnaires disposent de droits importants sur le conseil.

En conclusion, les deux modèles, actionnarial et *team production*, ont en commun d'analyser le conseil d'administration comme un optimum de second rang, une solution à un problème contractuel sous-jacent en situation d'information asymétrique et d'incertitude/incomplétude contractuelle. Les deux approches se distinguent dans l'identification de ce problème : alors qu'il s'agit d'une minimisation des coûts d'agence ou de transaction dans le cas du modèle actionnarial, le modèle de Blair et Stout [1999] s'intéresse aux incitations à la réalisation d'investissements spécifiques en situation de production en équipe. Les recommandations s'opposent largement : le modèle actionnarial plaide pour une indépendance nulle à l'égard des actionnaires et maximale à l'égard de la direction, excluant *de facto* l'ouverture du conseil d'administration ou de surveillance à des représentants des salariés. *A contrario*, le modèle de la production en équipe se fait l'avocat d'une indépendance relative à l'égard des actionnaires, qui peut conduire à l'inclusion d'administrateurs membres de la direction et/ou salariés.

LA COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION : L'INDEPENDANCE RELATIVEMENT A LA DIRECTION

L'indépendance des administrateurs par rapport à la direction a constitué l'une des premières grandes causes de l'activisme actionnarial aux États-Unis. Le *Council of Institutional Investor*, regroupant un grand nombre de fonds de pension publics, s'est distingué dès la seconde moitié des années 1980 en réclamant qu'au moins les deux tiers des *directors* soient indépendants. La mise en place de comités spéciaux (de rémunération, d'audit et de nomination) au sein des conseils s'est également imposée en tête des réclamations propres à l'activisme, avec l'exigence que ces comités soient composés pour totalité d'indépendants. Si la montée en puissance de l'indépendance est certaine des deux côtés de l'Atlantique ses effets demeurent ambigus.

La montée en puissance de l'indépendance

Les codes de bonne gouvernance ainsi que la réglementation juridique ou de place ont relayé l'activisme actionnarial dans son effort de promotion de l'indépendance. Nous nous intéresserons à la définition de cette notion, avant de donner quelques indications de l'ampleur du phénomène.

Les textes

Parmi les textes traitant de l'indépendance, il convient de distinguer les codes, dont les effets sont plus ou moins contraignants, de la réglementation elle-même.

Le document publié en 1982 puis repris plusieurs fois jusqu'en 2002 par l'*American Law Institute*, « *Principles of Corporate Governance : Analysis and Recommendations* » est le premier du genre, établissant une série de recommandations visant à accroître la transparence des sociétés cotées et la responsabilité de ses dirigeants. L'indépendance est jugée comme un élément central, ce que l'on retrouve une décennie plus tard dans le rapport Cadbury sorti en 1992 en Grande-Bretagne⁴. En France, le premier rapport, publié par l'AFEP et le MEDEF en 1993, dit « Viénot I », préconise la présence de deux administrateurs indépendants. Le rapport « Viénot II », sorti en 1999, relève ce chiffre à un tiers du conseil. Dans les années 1990, des codes semblables sont produits dans l'ensemble des pays Européens.

Au tournant des années 2000, les scandales financiers de l'ère Enron renforcent cette tendance. En Grande-Bretagne, le rapport Higgs va servir à la révision de novembre 2003 du *Combined Code*, qui régit les sociétés cotées. Ce texte demande que la moitié des administrateurs non membres de la direction soient 'indépendants'. En France, le rapport Bouton, publié en 2002, recommande que la moitié des administrateurs des sociétés cotées soient « indépendants »⁵.

Le principe d'indépendance a également influencé la régulation des sociétés cotées. Aux Etats-Unis, ceci est particulièrement net dans les réactions aux scandales financiers de 2000-2001. Le *New York Stock Exchange* a ainsi renforcé ses règles en la matière : les conseils doivent maintenant être composés d'une majorité d'indépendants, pour les sociétés qui n'ont pas un actionnaire détenant plus de 50% du capital social. Le NASDAQ prévoit une règle analogue. Outre la réglementation de place, c'est également le droit fédéral qui va en ce sens : la réforme Sarbanes-Oxley, en date de 2002, demande explicitement que les comités d'audit soient composés en totalité d'administrateurs indépendants. Cette clause est particulièrement signifiante, dans la mesure où elle marque pour la première fois une intervention directe du niveau fédéral dans le droit des sociétés, normalement propre à chaque Etat de l'Union.

En Grande-Bretagne, les règles de cotation du *London Stock Exchange* obligent les sociétés à rendre public la manière dont elles respectent (ou non) les recommandations du *Combined Code*, conférant ainsi une valeur réglementaire à ce texte et aux principes d'indépendance qui y sont contenus.

En France, l'indépendance n'a pas valeur juridique (Caussain [2005]). Le Code de commerce (art. L225-22) prévoit simplement qu'un tiers maximum des administrateurs soient salariés de l'entreprise (membres ou non de la direction)⁶. Mais suivant la recommandation de la Commission européenne en date du 21 mai 2003, un document unique sert maintenant de document de référence aux sociétés cotées : concrètement, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) invite les sociétés cotées à se conformer à ce texte ou à expliquer pourquoi elles ne le font pas (*complain or explain*), à la manière britannique. Ce texte de référence, intitulé « Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées » [2003], synthétise les rapports Viénot I, Viénot II et Bouton. Dans ce cadre, les entreprises doivent indiquer leur nombre d'administrateurs « indépendants », suivant la définition proposée par le rapport Bouton. Par ailleurs, ce texte recommande que les deux tiers du comité d'audit et la moitié des comités de nomination et de rémunération soient composés d'« indépendants ».

⁴ L'ensemble des codes cités ici sont référencés et disponibles sur le site de l'*European Corporate Governance Institute* http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php

⁵ Le seuil est fixé à un tiers si le capital est très concentré.

⁶ Notons que les représentants des actionnaires-salariés ne sont pas comptés dans ce tiers.

Quelle définition de l'indépendance ?

La prolifération des références à la notion d'indépendance pose le problème de la diversité des définitions utilisées. L'ensemble des références s'accorde toutefois sur l'idée qu'il s'agit d'identifier les critères objectifs susceptibles de réduire au minimum les conflits d'intérêts propres aux administrateurs dans leur mission de contrôle des dirigeants. Une énumération des critères usuels d'indépendance retenus dans les divers textes permet de préciser les choses. Un administrateur d'une société X est généralement qualifié d'« indépendant » si et seulement si :

- i) Il n'est pas membre de la direction de X ou d'une société affiliée, depuis un certain nombre d'années.
- ii) Il n'est pas salarié de X ou d'une société affiliée, depuis un certain nombre d'années.
- iii) Il n'est pas membre de la direction d'une société dans laquelle un membre de la direction de X siège au conseil d'administration.
- iv) Il n'est pas actionnaire de référence de X (détenteur d'un bloc de contrôle)
- v) Il n'est pas en relation d'affaires ni avec X comme personne morale, ni avec un membre de la direction de X, ni avec une société affiliée à X (auditeur, banquier d'affaire, banquier de financement, etc.).

La prise en compte de ces différents critères permet de distinguer plusieurs types d'administrateurs, de manière plus fine que la dichotomie « indépendant » / « non-indépendant » (Clarke [2007]). On peut tout d'abord différencier les administrateurs selon qu'ils sont membres de la direction (on parle alors d'*executive* ou d'*inside directors*) ou non. Au sein des administrateurs non directeurs, on peut ensuite distinguer les administrateurs ayant un lien avec la société (en tant que salariés ou partenaires commerciaux par exemple) de ceux qui n'ont aucun lien identifiable. Les premiers peuvent être qualifiés d'administrateurs « affiliés » (*affiliated* ou *gray*), le terme d'« indépendant » étant réservé au troisième type (les anglo-saxons utilisent parfois le terme d'administrateurs « externes », *outside directors*). *In fine*, on obtient trois catégories d'administrateurs :

- Les administrateurs directeurs ou internes
- Les administrateurs affiliés
- Les administrateurs indépendants ou externes

L'importance empirique de l'indépendance

Les données disponibles suggèrent un mouvement sans équivoque de croissance de l'indépendance des conseils d'administration.

Aux Etats-Unis, l'étude la plus complète est celle de Gordon [2007] qui permet de retracer la composition des conseils de l'ensemble des sociétés cotées de 1950 à 2006, sur la base de la tri-partition précédente. Cette étude met en lumière un mouvement constant de décroissance des administrateurs internes et affiliés au profit des indépendants, en accélération depuis les années 1990. Ainsi, alors que dans les années 1950, seuls 20% des administrateurs étaient, en moyenne, indépendants, au milieu des années 2000, ce sont près de 75% qui sont identifiés comme tels. Le reste se partage équitablement entre « internes » et « affiliés ». L'immense majorité des sociétés cotées aux Etats-Unis ont maintenant un conseil à majorité d'indépendants. Bhagat et Black [2002] remarquent que le mouvement va plus loin, en notant une domination de plus en plus nette des conseils à "super-majorité" : « *current conventional wisdom calls for supermajority-independent boards, with only one or two inside directors on a typical nine or eleven member board* » (p.235). Une illustration pratique de cette « sagesse

conventionnelle » est fournie par la notation réalisée depuis 2002 par l'*Institutional Shareholder Services*, une société privée américaine de conseil aux fonds d'investissement. La gouvernance de 7500 sociétés (dont 2500 aux Etats-Unis) est évaluée sur la base d'une soixantaine de critères et résumée par un indice, le *Corporate Governance Quotient* (CGQ). En 2005, l'adoption d'un conseil à « super-majorité » (plus de 90% d'indépendants) figurait au 4^e rang (sur 63) des critères les plus importants (en poids) dans la notation finale⁷.

En France, l'AMF [2008] note, sur la base des informations communiquées par les sociétés, que la moyenne d'indépendants est d'environ 54% pour les sociétés du CAC40 en 2007 et est d'autant plus élevée que le capital est dispersé. Ce chiffre correspond au seuil fixé par le texte de référence issu du rapport Bouton. La très grande majorité des sociétés reprennent d'ailleurs la définition de l'indépendance proposée par ce rapport pour informer les actionnaires. La part d'indépendants est légèrement moindre si l'on considère un échantillon plus large, d'une centaine de sociétés cotées (environ 44% d'indépendants, un chiffre stable depuis que l'AMF a commencé à collecter cette information en 2004).

L'impact de l'indépendance : les études empiriques

L'indépendance croissante des conseils d'administration relativement à la direction a suscité, depuis les années 1980, un nombre substantiel de travaux empiriques, cherchant à mesurer l'influence de celle-ci sur le comportement et la performance des firmes. D'un point de vue théorique, deux manières contradictoires d'envisager le problème sont possibles (Hermalin et Weisbach [2003], Listokin [2008]). On peut tout d'abord considérer que les institutions sont des réponses efficaces des agents à leurs problèmes contractuels, déterminées à l'équilibre : la gouvernance est endogène. Dans ces conditions, il n'est pas possible d'observer une relation systématique entre gouvernance et performance (Demsetz et Lehn [1985]) : chaque entreprise choisira son niveau d'indépendance optimal, correspondant le mieux à ses besoins. Cette interprétation se heurte pourtant à la montée en puissance de l'indépendance depuis les années 1980, sauf à considérer que les caractéristiques des entreprises aux Etats-Unis ou en France aient à ce point changé qu'elles justifient aujourd'hui un degré d'indépendance inadéquat il y a de cela deux décennies. La multiplication des codes de gouvernance et l'activisme actionnarial laissent plutôt penser que l'indépendance croissante résulte en partie d'une 'pression extérieure' : les sociétés cotées se seraient ainsi conformées aux attentes des investisseurs et des régulateurs. Ce qui ouvre à la seconde interprétation : les institutions relatives à la gouvernance sont pour partie exogènes, en ce qu'elles peuvent être déterminées par des facteurs extérieurs à la relation contractuelle sous-jacente. Hors de l'équilibre, il est possible que le degré d'indépendance de certains conseils soit trop faible ou trop important, pesant sur la performance. C'est cette interprétation qui motive *in fine* les recherches sur les liens entre indépendance et performance.

Les études s'intéressant à l'indépendance des administrateurs par rapport à la direction se distinguent selon l'échantillon et la période retenus bien sûr, mais également selon qu'elles s'intéressent à des actions particulières que le conseil serait susceptible d'influencer ou directement à l'impact de l'indépendance sur la performance. Dans l'ensemble, les résultats sont très peu probants sur l'efficacité du principe d'indépendance.

⁷ Institutional Shareholder Services, 2005, "Explaining the CGQ methodology change process", <http://www.issproxy.com/pdf/CGQevolvingmethodologyWP.pdf>

Les actions particulières (discrete board tasks)⁸

L'influence sur la stabilité et la rémunération des directeurs (*executive officers*), et notamment des directeurs généraux (DG, *chief executive officers*), a été particulièrement étudiée, de manière à mieux cerner l'effectivité des conseils dans leur fonction disciplinaire.

Concernant le remplacement des DG, Bhagat et Black [1999] jugent que les études disponibles ne permettent pas de conclure à une effectivité accrue de l'indépendance. Concernant les liens entre indépendance et rémunération des directeurs, les résultats sont encore plus troublants : un nombre conséquent d'études trouvent que cette rémunération est croissante avec la proportion d'indépendants. C'est le cas de Core, Holthausen et Larcker [1999] aux Etats-Unis ou de Cohen et Lauterbach [2008] en Israël. Il est bien sûr possible que cette relation reflète un meilleur *design* incitatif des schémas de rémunération dans les firmes dominées par des indépendants. Mais cela est loin d'être évident.

Un très bon exemple est fourni par l'étude de Fernandes [2008], sur le cas Portugais. Son échantillon se compose de l'ensemble des firmes cotées à Euronext-Lisbonne entre 2002 et 2004, soit un total de 51 sociétés. L'équation testée est la suivante :

$$\log(PAY_{it}) = d_0 + d_1 INDEP_{it} + d_2 BSIZE_{it} + d_3 \log(SALE_{it}) + d_4 RISK_{it} \\ + d_5 BTM_{it} + d_6 RET_{it} + d_7 DPSI20_{it} + d_8 INDUSTRY_{it}$$

avec PAY_{it} la rémunération par tête de la direction de la firme i l'année t (incluant les parts fixe et variable, mais hors *stock option*), $INDEP$ la part d'administrateurs non directeurs (donc affiliés ou vraiment indépendants), $BSIZE$ le nombre total d'administrateurs, RET la rentabilité annuelle des fonds propres (en valeur de marché), $SALE$ le total des ventes, $RISK$ l'écart-type mensuel de la rentabilité des fonds propres sur un an, BTM le rapport de la valeur comptable sur la valeur de marché de la société, $DPSI20$ une *dummy* égale à 1 si la firme appartient au principal indice boursier portugais et $INDUSTRY$ un contrôle sectoriel.

L'estimation montre que le coefficient d_1 est significatif: la part d'indépendants est positivement corrélée à la rémunération des dirigeants. Par ailleurs, ce n'est pas la partie variable de la rémunération qui est affectée, mais la partie fixe (cf. table 5, p.39). L'idée que l'indépendance favoriserait des schémas de rémunération plus incitatifs est donc mise à mal. Ce diagnostic sort renforcé d'une analyse multivariée sur deux sous-échantillons distincts. Le premier est composé de l'ensemble des firmes sans aucun administrateur indépendant (un tiers du total), l'autre de celles avec au moins un indépendant. Le résultat est le suivant : dans les sociétés sans indépendant, la corrélation entre la rentabilité des fonds propres (RET) et la rémunération des dirigeants est significative et positive mais pas dans les firmes avec indépendants. Fernandes [2008] en déduit donc que les liens entre rémunération et performance (boursière) sont plus nets dans les entreprises avec des conseils purement internes.

L'impact sur la performance

La seconde grande famille d'études empiriques traite directement de l'impact de l'indépendance sur la performance des firmes. La performance peut s'apprécier en valeur de

⁸ Hermalin et Weisbach [2003] offrent un *survey* assez complet de ces travaux. Les pages 15 et 16 sont notamment consacrées au rôle des indépendants en matière d'OPA/OPE, que nous ne mentionnons pas. On pourra également se reporter, sur ce point, à Bhagat et Black [1999, pp.928 et s].

marché – l’indicateur privilégié est le Q de Tobin⁹ – ou en valeur comptable, par exemple via la rentabilité financière (*Return On Equity*, ROE)¹⁰, la rentabilité économique (*Return On Asset*, ROA)¹¹ ou la productivité des facteurs. Nous proposons une présentation chronologique des études les plus marquantes en la matière, pour la très large majorité nord-américaines. Cette présentation a l’avantage de faire ressortir l’affinement progressif des techniques utilisées.

En 1985, Baysinger et Butler analysent un échantillon de 266 firmes cotées, avec des informations sur la performance et la composition des conseils pour deux dates, 1970 et 1980. La performance est mesurée par la rentabilité financière (ROE) relative, c’est-à-dire rapportée à la rentabilité moyenne du secteur (incluant les firmes hors échantillon). Des régressions multivariées utilisant la méthode des moindres carrés ordinaires (OLS) sont conduites, qui montrent que les effets de l’indépendance sont peu marqués. La conclusion de Baysinger et Butler [1985] est la suivante : “*A key finding of the research is that the ratio of independent to inside directors required for satisfactory financial performance appears to be well below the compositional mandates advocated by reformers*” (p.104).

Hermalin et Weisbach [1991] disposent de données de panel pour 142 firmes cotées au *New York Stock Exchange*, à cinq dates : 1971, 1974, 1977, 1980 et 1983. La performance est mesurée par le Q de Tobin relatif au secteur (incluant les firmes hors échantillon). Trois types d’administrateurs sont distingués : les membres internes, les affiliés et les indépendants. L’analyse économétrique contrôle pour la taille de l’entreprise, les dépenses en R&D et en publicité, le pourcentage d’actions détenus par les administrateurs, l’ancienneté du directeur et des administrateurs. Deux innovations sont introduites. D’une part, la possibilité de non-linéarité dans la relation entre indépendance et performance est prise en compte. Il se peut en effet que l’indépendance soit bénéfique jusqu’à un certain seuil, au-delà duquel elle devienne contre-productive. A cet effet, une variable est créée qui scinde l’échantillon en trois catégories : les firmes avec moins de 40% d’indépendants, les firmes comptant entre 40 et 60% d’indépendants, et celles avec plus de 60%. L’analyse multivariée estime alors trois coefficients distincts associés à l’indépendance, pour chacune de ces modalités. D’autre part, les estimations envisagent le fait que la composition du conseil puisse être endogène : des performances dégradées pourraient par exemple inciter à recruter des administrateurs indépendants, de manière à rassurer le marché¹². En coupe instantanée, l’ignorance de ce biais d’endogénéité pourrait conduire à sous-estimer les effets bénéfiques de l’indépendance. Ce biais est traité par la méthode des variables instrumentales (IV). La part d’indépendants est tout d’abord expliquée, avec la composition passée du conseil comme instrument. Les résultats obtenus sont ensuite introduits dans une équation régressant la performance sur un ensemble de variables exogènes. Au total, quelle que soit la technique d’estimation (OLS ou IV), les coefficients associés à la part d’indépendants sont très peu significatifs et généralement négatifs. Les auteurs concluent à l’absence de relation entre indépendance et performance.

⁹ Défini de manière générique comme la valeur de marché des actions et des dettes rapportée à la valeur comptable de la firme.

¹⁰ Rapport du résultat net aux fonds propres en valeur comptable.

¹¹ Rapport du résultat hors intérêt de la dette à la valeur comptable des fonds propres et des dettes.

¹² Cette causalité inverse, allant de la performance (passée) vers l’indépendance, a été testée dans différents travaux, sans résultat convergent : Baysinger et Butler [1985 ; p.117] et Klein [1998 ; p.292, note 41] n’observent aucune causalité significative, contrairement à Hermalin et Weisbach [1988], Bhagat et Black [2002 ; cf. p.251, panel B] ou Erickson, Park, Reising et Shin [2005].

Agrawal et Knoeber [1996] utilisent un échantillon de 383 grandes sociétés cotées américaines en 1987. Les estimations sont réalisées par la méthode des moindres carrés ordinaires puis par celle des doubles moindres carrés (*two stage least square, 2SLS*), de manière à tenir compte des possibles biais d'endogénéité. Dans ce dernier cas, l'ensemble des variables exogènes sont utilisées comme instruments. Ils trouvent un effet négatif de l'indépendance sur le Q de Tobin, qui résiste à toutes les spécifications du modèle.

Klein [1998] introduit dans ce type d'études la prise en compte de la division des conseils en différents sous-comités aux fonctionnalités propres. Son échantillon se compose de 485 sociétés du S&P500, pour 1992-1993. Différentes mesures de la performance sont utilisées : la rentabilité économique et financière (ROA et ROE), le résultat d'exploitation, la productivité « à la Jensen »¹³, la rentabilité des fonds propres (valeur de marché), etc. Trois types d'administrateurs sont distingués (internes, affiliées et externes) et la possibilité d'une relation non-linéaire entre indépendance et performance est envisagée. Enfin, la question de l'endogénéité est traitée en introduisant dans la régression multivariée la performance passée. Les résultats des estimations OLS sont les suivants : la proportion d'administrateurs internes dans les comités stratégiques et financiers joue favorablement sur la performance, tandis que la part d'indépendants dans les comités de rémunération affecte négativement la productivité à la Jensen. De nouveau, ces résultats sont peu probants sur l'effectivité de l'indépendance.

Cette conclusion, peu favorable à l'indépendance, ressort aussi bien de la méta-analyse conduite par Dalton, Daily, Ellstrand et Johnson [1998] (« *The evidence suggests, then, that board composition has virtually no effect on firm performance* », p.278) que de la revue de littérature proposée par Bhagat et Black [1999] (« *[m]ost studies find little correlation, but a number of recent studies report evidence of a negative correlation between the proportion of independent directors and firm performance – the exact opposite of conventional wisdom* », p.942).

En 2002, Bhagat et Black conduisent leur propre étude empirique, qui intègre la quasi-totalité des avancées précédentes. Leur échantillon se compose de 957 grandes sociétés cotées américaines, pour l'année 1991. Les trois catégories usuelles d'administrateurs sont distinguées. Mais au lieu d'utiliser comme variable d'intérêt la part d'indépendants, ce qui revient à mettre sur le même plan les internes et les affiliés, les auteurs utilisent la variable *INDEP*, égale à la différence entre le pourcentage d'indépendants et le pourcentage d'internes. Pour apprécier l'apport de ce changement, considérons deux sociétés A et B, disposant chacune de 50% d'indépendants. Mais alors que dans A l'autre moitié des administrateurs est interne, B comprend 30% d'internes et 20% d'affiliés. La variable *INDEP* prend la valeur 0 dans la société A et la valeur 0,2 dans la société B. Cette variable a donc pour propriété de voir sa valeur croître avec le nombre d'affiliés, à part d'indépendants donnée. Elle revient à considérer les affiliés comme relativement plus indépendants de la direction que les internes.

INDEP est posée comme une variable stable, fixe dans le temps. Différentes mesures de la performance sont utilisées: la rentabilité économique (ROA), le Q de Tobin, le ratio des ventes sur le total des actifs, etc. et ce pour deux périodes: 1988-1990 et 1991-1993. L'analyse multivariée prend la forme suivante :

¹³ Différence entre l'évolution de la valeur de marché des fonds propres et l'évolution des actifs de l'entreprise (l'investissement donc), ces actifs étant évalués au coût du capital.

$$PERF_i = d_0 + d_1 INDEP_i + d_2 BSIZE_i + d_3 \log(SALE_i) + d_4 BLOCK_i + d_5 CEOWNER_i + d_6 DIROWNER_i + d_7 INDUSTRY_i$$

avec $PERF_i$ la mesure choisie de la performance de la firme i pour une des deux périodes retenues, $INDEP$ l'indicateur d'indépendance tel que défini précédemment, $BSIZE$ le nombre total d'administrateurs, $SALE$ le total des ventes, $BLOCK$ le nombre de blocs de contrôle de plus de 5% du capital social, $CEOWNER$ la part d'actions détenue par la direction, $DIROWNER$ la part d'actions détenue par les administrateurs indépendants et $INDUSTRY$ un contrôle sectoriel. Les coefficients sont estimés par les moindres carrés ordinaires mais également par la méthode des triples moindres carrés (*3 stage least square*, 3SLS) qui permet, par une estimation d'équations simultanées avec instruments, de contrôler pour les éventuels biais d'endogénéité affectant le lien indépendance / performance.

Les résultats sont les suivants: lorsque $INDEP$ a des effets significatifs, ceux-ci sont négatifs, sur le Q de Tobin pour les deux périodes, sur la rentabilité économique pour 1988-1990 et pour le ratio ventes / actifs pour 1988-1990. De nouveau, l'analyse empirique met plutôt en lumière les effets négatifs de l'indépendance sur la performance des sociétés cotées.

Les études menées en dehors des Etats-Unis ne sont guère plus convaincantes sur les bienfaits de l'indépendance. L'étude de Klein, Shapiro et Young [2005], portant sur un échantillon de 263 firmes canadiennes cotées, montre que l'indépendance est sans effet sur le Q de Tobin pour les firmes à actionnariat dispersé. En revanche, pour les sociétés dont le capital est concentré, l'effet est négatif. Cet impact négatif de l'indépendance sur le Q de Tobin au Canada ressort également du travail de Erickson, Park, Reising et Shin [2005], effectué sur un panel de 236 firmes, de 1993 à 1997. Andres, Azofa et Lopez [2005] ont utilisé des données comparatives en coupe instantanée pour 450 sociétés non financières de 10 pays. Aucun effet significatif de l'indépendance n'est obtenu, y compris en traitant les biais d'endogénéité par la méthode des triples moindres carrés¹⁴.

LES LIMITES DE L'INDEPENDANCE : LE ROLE DES CONNAISSANCES SPECIFIQUES

Face à ces résultats empiriques, un premier argument consiste à relativiser l'importance du critère d'indépendance par rapport à la direction. Hermalin et Weisbach [2003] suggèrent ainsi que le conseil d'administration joue un rôle surtout en cas de crise, par exemple en choisissant de démettre un directeur général. En dehors de ces situations exceptionnelles, le nombre de réunions serait finalement trop réduit pour que l'on puisse observer un effet structurel de la composition du conseil sur le fonctionnement de l'entreprise. Pour Bebchuck et Fried [2005], ce n'est peut-être pas tant l'indépendance par rapport à la direction qui compte, que la dépendance par rapport aux actionnaires. En d'autres termes, appliquer les critères d'indépendance contenus dans les codes sans pour autant aligner l'intérêt des administrateurs sur celui des actionnaires (*via* l'attribution d'actions aux membres du conseil

¹⁴ Sur le cas français, une étude est proposée par Charreaux [1991] sur un échantillon de 106 sociétés cotées, pour l'année 1980. Les résultats sont mitigés : la part d'indépendants n'a aucun effet sur le Q de Tobin, affecte négativement le ratio de Marris (capitalisation boursière sur actif net comptable) et positivement la rentabilité des fonds propres (en valeur de marché) pour les firmes à actionnariat dispersé. On notera enfin que les études menées dans des pays en développement font plutôt ressortir un effet positif de l'indépendance (cf. par exemple Black et Kim, 2008, sur le cas coréen).

ou le renforcement des droits des actionnaires en assemblée générale) conduirait simplement les membres du conseil à rechercher leur propre intérêt¹⁵.

Ces deux interprétations peuvent expliquer *l'absence* d'effet de l'indépendance. En revanche, elles demandent à être complétées si l'on veut rationaliser l'impact *néгатif* de celle-ci, tel qu'il ressort d'un certain nombre de travaux empiriques. L'explication de Jensen, Murphy et Wruck [2004] va en ce sens. Ils remarquent que les administrateurs externes sont très souvent des directeurs généraux d'autres sociétés. Le problème est que ceux-ci peuvent faire preuve, consciemment ou non, d'un esprit de corps : ils seront alors peu enclins à prendre à rebours les dirigeants qu'ils sont censés contrôler (cf. R.15, p.55).

Une seconde possibilité est que les critères d'indépendance, qui doivent permettre aux investisseurs d'objectiver une disposition subjective, contribuent à réduire les connaissances spécifiques sur la firme (Baysinger et Hoskisson [1990], p.74; Klein [1998], p.278 ; Hillman et Dalziel [2003] ; Osterloh et Frey [2006]). D'une part, l'acquisition de ces connaissances nécessite un engagement au plus près des processus productifs ou commerciaux. Or les critères classiques de l'indépendance visent précisément à extérioriser les agents relativement à l'entreprise, de manière à réduire les conflits d'intérêt. D'autre part, ces connaissances sont généralement tacites, difficiles à transmettre à des agents extérieurs (Fama et Jensen [1983]). On peut donc considérer qu'il existe une relation inverse entre indépendance (ou du moins les critères retenus pour la définir) et connaissances internes.

L'existence de cette relation inverse permet de rendre compte de certains effets pervers de l'indépendance, qui peuvent réduire l'effectivité du conseil dans ses différentes fonctions.

Ceci est vrai de la fonction stratégique du conseil (Kaufman et Englander [2005]), mais également de sa fonction de médiateur neutre en charge de la résolution des conflits, souligné par le modèle *team production* (Blair et Stout [1999]). L'efficacité de cette structure de gouvernance relativement à l'utilisation d'un tiers extérieur (un tribunal) tient précisément au fait qu'une structure interne dispose *a priori* d'un avantage informationnel (i.e. d'une meilleure connaissance de l'activité) qui accroît la pertinence des décisions et/ou réduit le temps nécessaire au règlement (Blair et Stout [1999], p.285).

Cette interprétation des limites de l'indépendance, il faut le noter, conforte *in fine* les critiques du modèle actionnarial du conseil : la focalisation sur le rôle disciplinaire du conseil et l'indépendance de ses membres se serait faite au prix d'un affaiblissement de l'effectivité du conseil dans ses autres missions – avec un résultat global négatif en termes de performance. En d'autres termes, l'échec de l'indépendance mettrait en exergue l'inadéquation d'un modèle actionnarial de gouvernance, réducteur à l'excès de la responsabilité et des fonctions du conseil.

Mais c'est également la fonction de contrôle qui peut être, paradoxalement, entravée par une trop grande indépendance. Il est alors possible de rendre compte de l'impact négatif de l'indépendance, tout en restant dans le cadre d'un modèle actionnarial de gouvernance.

¹⁵ Sur la question de l'impact des schémas de rémunération en action à destination des administrateurs externes, on ne dispose pas de résultats convergents : si Bhagat et Black [2002, pp.265 et s.] observent un effet positif de la détention de titres par les indépendants, ce n'est pas le cas de Morck, Shleifer et Vishny [1988] ni de Klein [1998, p.290, note 37 et table 4, p.295].

Dans sa forme la plus simple, le contrôle d'une activité peut s'effectuer *ex post* : il consiste à observer le résultat objectif (public) de cette activité et, en fonction de celui-ci, à appliquer un schéma d'incitation efficace. Toutefois, pour un certain nombre d'activités – que l'on peut qualifier de 'complexes' – le résultat ne dépend pas seulement de l'activité de l'individu contrôlé, mais également de facteurs « extérieurs » sur lequel cet individu n'a aucune influence. Une évaluation efficace et juste des performances nécessite alors des connaissances plus poussées de l'activité en question (Baysinger et Hoskinsson [1990]). La situation de production en équipe décrite par Alchian et Demsetz [1972] est une illustration typique de ce problème: il est impossible d'inférer la contribution d'un individu sur la base du résultat, car celui-ci dépend de l'action des autres. La solution avancée par Alchian et Demsetz [1972] est celle d'un *monitoring* interne, réalisé par un membre de l'équipe. Celui-ci va observer les individus au cours du processus de production et, sur la base des informations ainsi recueillies, évaluer les différents membres de l'équipe. En d'autres termes, le contrôle d'une activité 'complexe' requière des connaissances spécifiques, non publiques, qui augmentent avec le degré d'engagement dans l'activité et l'expérience. Ce principe confère un avantage informationnel à un administrateur ayant, par exemple, appartenu à l'équipe de direction ou occupant sa fonction depuis un moment déjà.

A ce stade de l'analyse, on peut raisonnablement supposer que le contrôle exercé sur la direction est d'autant meilleur que les administrateurs sont indépendants et qu'ils disposent de connaissances internes pertinentes. Une formalisation très simple permet alors de préciser l'argument. Si l'on fait l'hypothèse que le degré d'indépendance des administrateurs est additif, ainsi que leur niveau de connaissances internes, on peut caractériser le conseil d'une société selon son niveau global d'indépendance (I) et son niveau global de connaissances spécifiques (K). L'effectivité du contrôle, mesurée par la variable C , est alors une fonction croissante de I et K , soit $C = F(I; K)$, avec $F'_I > 0$ et $F'_K > 0$.

Cette fonction peut être représentée dans le plan ($I; K$) par des courbes d'iso-contrôle, représentant l'ensemble des combinaisons permettant d'obtenir un même niveau de contrôle (cf. figure 1). Le niveau du contrôle augmente lorsque l'on se déplace vers le nord-est du plan. De manière usuelle, on peut faire l'hypothèse que ces courbes sont décroissantes et convexes : plus l'indépendance du conseil est importante, plus la valeur de l'indépendance exprimée en unité de connaissances diminue. Le taux marginal de substitution (TMS) est décroissant. Moins l'activité est complexe, moins les connaissances internes requises pour effectuer un contrôle de qualité sont importantes : en un point, le TMS s'accroît (en valeur absolue). A un extrême, pour des activités tout à fait 'simples', les courbes d'iso-contrôle sont verticales : aucune connaissance spécifique n'est requise et le niveau du contrôle est uniquement déterminé par le degré d'indépendance du conseil.

Dans ce plan ($I; K$), la relation inverse entre indépendance et connaissance peut être représentée par une droite décroissante. Cette droite constitue la frontière des possibilités quant à la combinaison indépendance / connaissance.

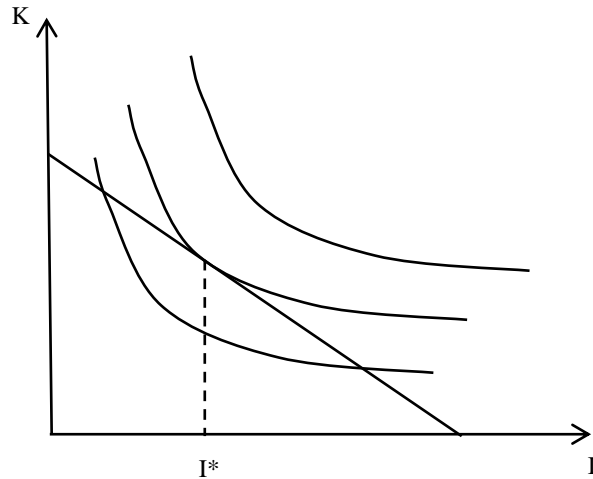


Figure 1 : niveau optimal d'indépendance du conseil

Ce cadre d'analyse permet d'exprimer de manière très simple l'idée d'un arbitrage entre indépendance et connaissances et conduit à déterminer un niveau optimal d'indépendance I^* , au point de tangence entre courbes d'iso-contrôle et frontière des possibilités. Au-delà de ce point, la recherche d'une plus grande indépendance des membres du conseil réduit l'effectivité du contrôle. On trouve là une explication possible des résultats décevants voire négatifs de l'indépendance dans les études empiriques : en raison de pressions extérieures, les sociétés cotées auraient été au-delà de leur point d'optimum. Ce type de raisonnement est emprunté par un certain nombre de critiques du mouvement d'indépendance. Ainsi, Roberts, McNulty et Stiles [2005], principaux contributeurs au rapport Higgs (support à la révision de novembre 2003 du *Combined Code* régissant les sociétés cotées britanniques, cf. *supra*) affirment: "*the advocacy by institutional investors, policy advisors and the business media for greater non-executive independence may be too crude or even counter-productive*" (p.S19).

A ce stade de l'analyse, la question centrale est celle du niveau de complexité qui caractérise l'activité des sociétés cotées contemporaines. Si cette activité est suffisamment 'simple' pour qu'un contrôle *ex post* puisse raisonnablement s'exercer, les connaissances internes perdent de leur intérêt. Le TMS s'accroît (les courbes d'iso-contrôle deviennent de plus en plus verticales) : le niveau d'indépendance optimal augmente, de I^* à I^{*} ' (cf. figure 2a). Cette position est défendue par Gordon [2007], qui interprète la mise en œuvre croissante du principe d'indépendance dans les sociétés cotées aux Etats-Unis depuis plusieurs décennies comme une réponse optimale des entreprises à la 'simplification' de leur activité. Les cours boursiers contiendraient un nombre croissant d'informations, devenant du même coup un indicateur de plus en plus juste de la performance des dirigeants. Un contrôle *ex post* des dirigeants sur la base des valeurs boursières devient plus simple, augmentant la valeur de l'indépendance au détriment de la valeur des connaissances internes.

Une interprétation strictement inverse du mouvement en cours est toutefois possible, qui prend acte de la transition d'une économie industrielle, où les actifs tangibles jouent un rôle prépondérant, vers une économie fondée sur le savoir, où les actifs intangibles sont les principaux moteurs de croissance (Foray [2004]). Ces actifs intangibles recouvrent essentiellement les efforts consentis pour développer le capital humain (organisation du travail et formation), les investissements en information numérisée et en recherche et développement et l'entretien d'une marque. Les chiffrages macro-économiques sur données états-uniennes réalisés par Corrado, Hulten et Sichel [2006] montrent que les investissements

en intangibles pèsent aujourd'hui autant que les investissements en capital tangible, et contribuent d'un poids équivalent à la croissance annuelle de la productivité du travail. Les efforts de formation et d'organisation du travail constituent par ailleurs la composante principale de ces intangibles.

Dans le cas d'actifs tangibles, la production d'une information standardisée à destination des investisseurs ne pose pas de problème particulier. Ces actifs sont aisément identifiables, séparables et il existe le plus souvent une valeur de marché. La détermination de la contribution de ces actifs, pris séparément, à l'output final peut se faire sans difficulté *a priori*. Mais dans le cas d'actifs intangibles, les processus de codification et de transmission d'information sont plus délicats (OCDE [2006]). Outre qu'ils sont immatériels, ces actifs sont généralement non séparables ou complémentaires, donc sans valeur de marché : de multiples études empiriques soulignent par exemple que l'introduction d'innovations organisationnelles nécessite, pour porter ses fruits, des investissements en nouvelles technologies de l'information et de la communication ou en matière de formation des salariés. La notion de « production en équipe » renvoie précisément à cette idée de complémentarité entre les actifs. Le contrôle d'une activité reposant essentiellement sur l'accumulation d'intangibles est donc, par définition, plus difficile que lorsque les profits sont associés à des actifs tangibles. Des connaissances internes peuvent être nécessaires pour apprécier correctement les sources de création de valeur. La capacité des marchés boursiers à évaluer correctement les actifs intangibles fait l'objet de travaux en nombre croissant. Différentes études soulignent les limites de ces marchés à évaluer correctement les intangibles : c'est par exemple le cas de Lev, Nissim et Thomas [2002] sur les efforts en R&D ou de Edmans [2007] sur la qualité des conditions de travail.

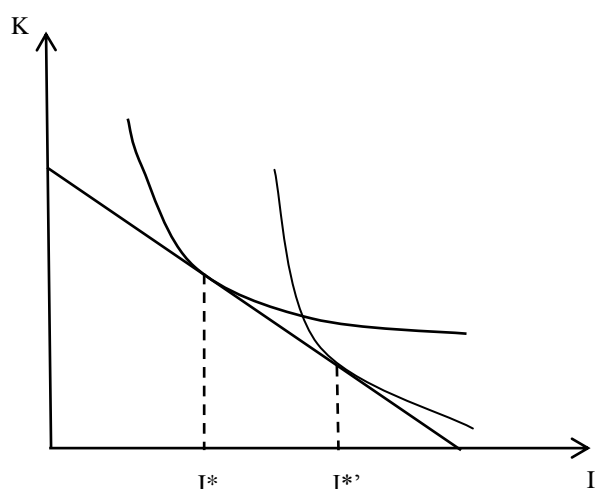


Figure 2a : effet d'une croissance du contenu informationnel des valeurs boursières

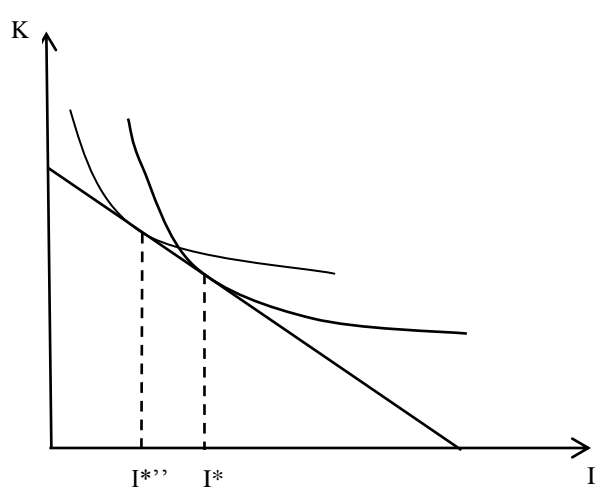


Figure 2b : effet d'une croissance des actifs intangibles

Dans le modèle précédent, l'effet d'un accroissement des intangibles est de renforcer l'importance de la connaissance relativement à l'indépendance : le TMS en un point décroît, la pente des courbes d'iso-contrôle se réduit. Le niveau optimal d'indépendance diminue (de I^* à $I^{*'}$, cf. figure 2b). Cette analyse suggère *in fine* que la montée en puissance de l'indépendance, poussée par les investisseurs, s'est faite à contre-courant d'une activité des firmes réclamant des connaissances de plus en plus spécifiques.

CONCLUSION : LE ROLE DES ADMINISTRATEURS 'AFFILIES'

En porte-à-faux avec la « sagesse conventionnelle » (Bhagat et Black [1999], p.942), les travaux empiriques menés sur les conséquences de l'indépendance sont très peu probants sur l'efficacité de celle-ci. Elle apparaît le plus souvent soit sans effet, soit contre-productive. L'analyse menée ici montre que deux manières distinctes d'interpréter ces résultats sont possibles.

La première interprétation y voit un signe des dysfonctionnements ou de l'inadéquation du modèle actionnarial de gouvernance, auquel le principe d'indépendance est intimement lié. En hypertrophiant la fonction disciplinaire du conseil, le modèle actionnarial oblitère ses fonctions stratégiques et de médiation, affaiblies par une trop grande indépendance. La promotion d'une conception élargie de la responsabilité des dirigeants, telle que proposée par exemple par le modèle « *team production* », découle logiquement de cette analyse.

La seconde interprétation consiste à conserver le modèle actionnarial, tout en soulignant que l'environnement institutionnel a conduit les sociétés cotées à dévier de leur optimum individuel : les firmes cotées ont été poussées à adopter un niveau d'indépendance trop important, minant l'effectivité du contrôle dans une économie où la création de valeur est de plus en plus centrée sur les actifs intangibles. Il convient néanmoins de noter que cette interprétation se heurte à une difficulté. Le rôle crucial du capital humain et la complémentarité des actifs sont deux caractéristiques consubstantielles à un modèle d'affaire fondé sur les intangibles. Or plus on insiste sur le rôle du capital humain et la complémentarité, plus les inconvénients d'un modèle actionnarial deviennent évidents. Ce point, relevé par Zingales [2000]¹⁶, apparaît très clairement dans le cadre du modèle *team production* de Blair et Stout [1999]. L'épine dorsale de ce modèle est de considérer que la neutralité du conseil des firmes cotées permet de favoriser les investissements spécifiques des différentes parties prenantes, et notamment des salariés, en situation d'incomplétude contractuelle et de production en équipe.

Quelle que soit l'interprétation retenue, ces résultats empiriques plaident pour des conseils composites, où siègent à la fois des administrateurs externes et non externes. Ils soulignent également le rôle positif que peuvent jouer des administrateurs « affiliés ». Ces administrateurs, on l'a vu, ne répondent pas aux critères actuels de l'indépendance ; mais ils ne sont pas non plus membres de la direction. De ce fait, ils occupent une position intermédiaire, reconnue par exemple dans l'étude empirique de Bhagat et Black [2002] ou encore dans les travaux de Baysinger et Butler [1985] et Klein [1998]. Cette position leur permet d'être *a priori* relativement indépendants de la direction, tout en disposant d'un avantage informationnel sur les externes. Ils ouvrent donc à une forme d'indépendance qui n'exclut pas l'entretien de relations privilégiées ou de long terme avec l'entreprise. On pense ici à des détenteurs de blocs de contrôle, à des auditeurs ou banquiers (de financement ou d'affaire) de l'entreprise et enfin à des représentants des salariés ou des salariés-actionnaires.

Cette dernière catégorie d'affiliés (les salariés) est difficilement réconciliable avec un modèle actionnarial de responsabilité. En effet, à l'aune de ce modèle, la qualité première d'un administrateur, avant même son indépendance relativement à la direction, est de représenter les intérêts des actionnaires. En revanche, l'ouverture du conseil à des salariés peut être une

¹⁶ "In the current environment, where human capital is crucial and contracts are highly incomplete, the primary goal of a corporate governance system should be to protect the integrity of the firm, and new precepts need to be worked out" (p. 1645).

manière de mettre en œuvre ou d'institutionnaliser le modèle de la production en équipe. Dans le cas des Etats-Unis, on a souligné la faiblesse des droits dont disposent les actionnaires à l'égard du conseil d'administration. Pour Blair et Stout [1999], cette faiblesse garantit la neutralité du conseil, limitant les problèmes de *hold up* entre parties prenantes. En Europe continentale en revanche, on l'a vu, les droits formels des actionnaires sont plus importants (Cools [2005] ; Lele et Siems [2007]). L'allocation aux salariés de pouvoir en matière de gouvernance peut alors s'interpréter comme une manière de (ré)équilibrer les pouvoirs (Gelter [2008]).

La cogestion, qui trouve sa forme la plus avancée en Allemagne¹⁷, constitue la meilleure illustration de ce type d'arrangement, ouvrant le conseil à des administrateurs affiliés non-représentants des actionnaires. Si très peu d'études empiriques se sont explicitement intéressés à l'efficacité de cet arrangement, Fauver et Fuerst [2006] observent, sur données d'entreprises allemandes, une influence positive de la cogestion sur différentes mesures de la performance (dont le *Q* de Tobin).

En France, une telle disposition n'existe pas. Des représentants du comité d'entreprise peuvent siéger au conseil d'administration des sociétés cotées, mais avec une voie consultative et non pas délibérative. En revanche, les droits accordés aux travailleurs dans le cadre des plans d'actionnariat salarié sont particulièrement étendus : la représentation (avec voix délibérative) des salariés-actionnaires au conseil d'administration (ou au conseil de surveillance) de la société employeur est obligatoire, si les salariés détiennent plus de 3% du capital social (Code du commerce, art. L.225-23 et 225-71). On notera également pour conclure que si la loi n'institue pas la cogestion, la présence d'administrateurs-salariés est regardée comme un atout par l'Institut Français des Administrateurs, dans un rapport de mai 2007 : « *Au regard de la nécessaire diversité des points de vue exprimés au sein du Conseil, la présence de membres salariés compétents est un atout et peut être un élément favorable à la mise en oeuvre d'une stratégie d'entreprise incluant un volet de responsabilité sociale [...]. S'agissant des sociétés qui n'ont pas de membre salarié au sein de leur Conseil, il convient de reconnaître comme bonne pratique de gouvernance que le Président du Conseil s'en explique dans son rapport annuel à l'Assemblée générale* » (pp.12 et 13).

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- AGRAWAL A. et KNOEBER C. [1996], "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.31(3), pp.377-397.
- ALCHIAN A. et DEMSETZ H. [1972], "Production, Information Costs, and Economic Organization", *American Economic Review*, vol.62, pp.777-95
- ANDRES P., AZOFA V. et LOPEZ F. [2005], « Corporate Boards in OECD Countries : size, Composition, Functioning and Effectiveness », *Corporate Governance. An International Journal*, vol.13(2), pp.197-210.

¹⁷ Dans les industries sidérurgiques et minières, la loi de cogestion de 1951 prévoit une parité des sièges entre représentants des actionnaires et représentants des salariés au conseil de surveillance, avec des pouvoirs équivalents. La loi de cogestion de 1976 impose une « sous-parité » pour l'ensemble des entreprises de plus de 2000 travailleurs. Enfin, la loi constitutionnelle de 1952 étend la cogestion à l'ensemble des firmes dont l'effectif est compris entre 500 et 2000 salariés. Il ne s'agit plus d'une structure paritaire, puisque seul un tiers des sièges sont occupés par des représentants des salariés.

- AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS [2008], « Rapport 2007 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne », 38p.
- BAYSINGER B. et BUTLER H. [1985], "Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition", *Journal of Law, Economics and Organisations*, vol.1, pp.102-124.
- BAYSINGER B. et HOSKISSON R. [1990], "The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy", *Academy of Management Review*, vol.15(1), pp.72-87.
- BEBCHUK L. [2007], "The Myth of the Shareholder Franchise", *Virginia Law Review*, vol.93(3), pp.675-732.
- BEBCHUK L. et FRIED J. [2005], "Pay without Performance: Overview of the Issues", *Journal of Corporation Law*, vol.30(4), pp.647-673.
- BEN-ISHAI S. [2006], "A Team Production Theory of Canadian Corporate Law", *Alberta Law Review*, vol.44.
- BERLE A. [1932], "For Whom Corporate Managers are Trustees: a note", *Harvard Law Review*, vol.45, pp.1365-1072.
- BERLE A. et MEANS G. [1932], *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Harcourt, Brace and World, new ed. 1967
- BHAGAT S. et BLACK B. [1999], "The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance", *Business Lawyer*, vol.54, pp.921-963.
- BHAGAT S. et BLACK B. [2002], « The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance », *Journal of Corporation Law*, vol.27, pp.231-274.
- BIONDI Y., CANZIANI A. et KIRAT T. (eds) [2007], *The Firm as an Entity: Implications for Economics, Accounting and Law*, Routledge.
- BLACK B. et KIM V. [2008], "The Effect of Board Structure on Firm Value in an Emerging Market: IV, DiD, and Time Series Evidence from Korea", ECGI Finance Working Paper n°179.
- BLAIR M. [1995], *Ownership and Control. Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century*, Washington DC, Brookings institution.
- BLAIR M. [1999], "Firm-Specific Human Capital and Theories of the Firm", in Blair M. and Roe M. (eds.), *Employees and Corporate Governance*, Brookings Institution Press, 1999
- BLAIR M. et STOUT L. [1999], "A Team Production Theory of Corporate Law", *Virginia Law Review*, vol.85, pp.247-328.
- BLAIR M. et STOUT A. [2001], "Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board", *Washington University Law Quarterly*, vol.79, p.403.
- BLAIR M. et STOUT L. [2006], "Specific Investment and Corporate Law", *European Business Organization Law Review*, vol.7, pp.473-492.
- CAUSSAIN J. [2005], « Les administrateurs : l'état des recommandations », *Cahiers de droit de l'entreprise*, vol.38(5), pp.38-39.
- CHARREAUX G. [1991], « Structures de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue économique*, vol.42(3), pp.521-552.
- CHARREAUX G. [2000], "Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance", *Revue du financier*, vol.127, pp.6-17.

- CHEFFINS B. [2004], *The Trajectory of (Corporate Law) Scholarship*, Inaugural Lecture delivered 14 October 2003 in the University of Cambridge, Cambridge University Press
- CLARKE D. [2007], "Three Concepts of the Independent Director", *Delaware Journal of Corporate Law*, vol.32(1), pp.73-111.
- COFFEE J. [1991], "Liquidity versus Control, The Institutional Investor as Corporate Monitor", *Columbia Law Review*, vol.91, pp.1277-1368.
- COHEN S. et LAUTERBACH B. [2008], "Differences in Pay between Owner and Non-owner CEOs: Evidence from Israel", *Journal of Multinational Financial Management*, vol.18, pp.4-15.
- COOLS S. [2005], "The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers", *Delaware Journal of Corporate Law*, vol.30(3), pp.697-766.
- CORE J., HOLTHAUSEN R. et LARCKER D. [1999], "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, vol.51, pp.371-406
- CORRADO C., HULTEN C. et SICHEL D. [2006], "Intangible Capital and Economic Growth", *NBER working paper*, n°11948.
- DALTON D., DAILY C., ELLSTRAND A. et JOHNSON J. [1998], "Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure and financial performance", *Strategic Management Journal*, vol.19, pp.269-290.
- DEL GUERCIO D. et HAWKINS J. [1999], «The motivation and Impact of Pension Funds Activism», *The Journal of Financial Economics*, vol.52, pp.293-340.
- DEMSETZ H. et LEHN K. [1985], "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, vol.93, pp.1155-1177.
- DODD M. [1932], "For Whom are Corporate Managers Trustees ?", *Harvard Law Review*, vol.45, pp.1145-1163.
- EASTERBROOK F. et FISCHER D. [1993], *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge MA and London, Harvard University Press
- EDMANS A. [2007], "Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices", SSRN: <http://ssrn.com/abstract=985735>.
- ERICKSON J., PARK W., REISING J. et SHIN H. [2005], "Board Composition and Firm Value under Concentrated Ownership: The Canadian Evidence," *Pacific-Basin Finance Journal*, vol.13, pp.387-410.
- FAMA E. [1980], "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, vol.88, pp.288-307.
- FAMA E. et JENSEN M. [1983], "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, vol.26, pp.301-325.
- FARRELL K., FRIESEN G. et HERSCH P. [2008], "How do firms adjust director compensation?", *Journal of Corporate Finance*, vol.14(2), pp.73-162.
- FAUVER L. et FUERST M. [2006], "Does Good Corporate Governance Include Employee Representation? Evidence from German Corporate Boards", *Journal of Financial Economics*, vol.82, pp.673-710.
- FERNANDES N. [2008], "Board Compensation and Firm Performance: The Role of 'Independent' Board Members", *Journal of Multinational Financial Management*, vol.18, pp.30-44.

- FORAY D. [2004], *The Economics of Knowledge*, Boston, MIT Press.
- GELTER M. [2008], "The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance". ECGI - Law Working Paper No. 096/2008. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1106008>
- GORDON J. [2007], "The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Shareholder Value and Stock Market Prices", *Stanford Law Review*, vol.59(6), pp.1465-1568.
- GROSSMAN S. et HART O. [1986], « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration », *Journal of Political Economy*, vol.94, pp.691-719.
- HANSMANN H. et KRAAKMAN R. [2004a], "What is Corporate Law?", in Kraakman R., Davies P., Hansmann H., Hertig G., Hopt K., Kanda H. et Rock E. (eds.), *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford: Oxford University Press, pp.1-19.
- HANSMANN H. et KRAAKMAN R. [2004b], "The Basic Governance Structure", in Kraakman R., Davies P., Hansmann H., Hertig G., Hopt K., Kanda H. et Rock E. (eds.), *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford: Oxford University Press, pp.33-70.
- HERMALIN B. et WEISBACH M. [1988], "The Determinants of Board Composition" *Rand Journal of Economics*, vol.19(4), pp.589-606
- HERMALIN B. et WEISBACH M. [1991], "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, winter, pp.101-112.
- HERMALIN B. et WEISBACH M. [2003], "Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature", *Economic Policy Review*, vol.9, pp.7-26.
- HILLMAN A. et DALZIEL T. [2003], "Boards of directors and firm performance: integrating and resource dependence theory", *Academy of Management Review*, vol.28, pp.383-396.
- JENSEN M. et MECKLING W. [1976], Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *The Journal of Financial Economics*, vol.3, pp.305-60
- JENSEN M. et MURPHY K. [1990], « Performance Pay and Top-Management Incentives », *Journal of Political Economy*, vol.98(2), pp.225-264.
- JENSEN M., MURPHY K. et WRUCK E. [2004], "Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them", Harvard NOM Working Paper n°04-28; ECGI - Finance Working Paper n°44/2004. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=561305>
- KAUFMAN A. et ENGLANDER E. [2005], "A team production model of corporate governance", *Academy of Management Executive*, vol.18(3), pp.9-22.
- KLEIN A. [1998], "Firm Performance and Board Committee Structure", *The Journal of Law and Economics*, vol.16, pp.275-303.
- KLEIN P., SHAPIRO D. et YOUNG J. [2005], "Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: The Canadian Evidence", *Corporate Governance: An International Review*, vol.13(6), pp.769-784.
- KOSTANT P. [1999], "Exit, Voice and Loyalty in the Course of Corporate Governance and Counsel's Changing Role", *Journal of Socio-Economics*, vol.28, pp.203-246.
- LELE P. et SIEMS M. [2007], "Shareholder Protection: A Leximetric Approach". *Journal of Corporate Law Studies*, vol.17, pp.17-50.

- LEV B., NISSIM D. et THOMAS J. [2002], "On the informational usefulness of R&D capitalization and amortization", Working Paper, Columbia University.
- LINN P. et PARK D. [2005], « Outside Director Compensation Policy and the Investment Opportunity Set », *Journal of Corporate Finance*, vol.11, pp.680-715.
- LISTOKIN Y. [2008], "Interpreting Empirical Estimates of the Effect of Corporate Governance", *American Law and Economics Review*, vol.10(1), pp.90-109.
- MANNE H. [1965], Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy*, vol.73, pp.110-20
- MORCK R, SHLEIFER A. et VISHNY R. [1988], «Management ownership and market evaluation», *Journal of Law and Economics*, pp.293-315.
- OCDE [2006], "Intellectual Assets and Value Creation: Implications for Corporate Reporting", Direction des affaires financières et des entreprises.
- OSTERLOH M. et FREY B. [2006], "Shareholders Should Welcome Knowledge Workers as Directors", SSRN: <http://ssrn.com/abstract=900344>
- PAGANO U. et ROSSI A. [2004], « Incomplete Contracts, Intellectual Property and Institutional Complementarities », *European Journal of Law and Economics*, vol.18(1), pp.55-76.
- PAILLUSSEAU J. [1999], « Entreprise, société, actionnaires, salariés, quels rapports ? », *Chronique*, Recueil Dalloz, pp.157-166.
- ROBERTS J., MCNULTY T. et STILES P. [2005], "Beyond Agency Conceptions of the Work of the Non-Executive Director: Creating Accountability in the Boardroom", *British Journal of Management*, vol.16, pp.S5-S26.
- ROMANO R. [1996], "Corporate Law and Corporate Governance", *Industrial and Corporate Change*, vol.5, pp.277-339.
- RYAN H. et WIGGINS R. [2004], "Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring", *Journal of Financial Economics*, vol.73(3), pp.497-524.
- SCHMIDT R. [2003], "Corporate Governance in Germany: An Economic Perspective", CFS Working Paper No. 2003/36, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=477761>
- STOUT L. [2007], "The Mythical Benefit of Shareholder Control", *Virginia Law Review*, vol.93(3), pp.789-809.
- TIROLE J. [2006], *The Theory of Corporate Finance*, Princeton: Princeton University Press.
- WILLIAMSON O. [1984], "Corporate Governance", *Yale Law Journal*, vol.88, pp.1183-1200.
- WILLIAMSON O. [2007], "Corporate Boards of Directors: in Principle and in Practice," *Journal of Law, Economics, and Organization*, advance access, published online on November 29.
- ZINGALES L. [1998], "Corporate Governance", in Newman P. (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London, Stockton Press, pp.497-503.
- ZINGALES L. [2000], "In Search of New Foundations", *The Journal of Finance*, vol.55, pp.1623-1653.