



HAL
open science

Approche comparative des modèles de gouvernance : Une étude empirique

Gérard Hirigoyen, Thierry Poulain-Rehm

► **To cite this version:**

Gérard Hirigoyen, Thierry Poulain-Rehm. Approche comparative des modèles de gouvernance : Une étude empirique. *Revue Française de Gestion*, 2017, 43 (265), pp.107-129. 10.3166/rfg.2017.00144 . hal-02521878

HAL Id: hal-02521878

<https://hal.science/hal-02521878>

Submitted on 31 Mar 2020

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

« La gouvernance des entreprises : approche comparative internationale »

Gérard Hirigoyen et Thierry Poulain-Rehm

Résumé :

La recherche mène une analyse comparative internationale de la qualité de la gouvernance des entreprises, dans quatre de ses dimensions : l'équilibre des pouvoirs et l'efficacité du conseil d'administration à, l'audit et les mécanismes de contrôle à, l'engagement envers les actionnaires et la structure de l'actionnariat à et la détermination de la rémunération des principaux dirigeants à. Elle cherche à déterminer, en particulier, si l'appartenance à un modèle de gouvernance déterminé, parmi les trois identifiés – anglo-saxon, européen continental, asiatique – exerce une influence sur les scores de gouvernance des entreprises, tels qu'attribués par l'agence de notation sociétale Vigeo. L'étude, qui s'appuie sur un échantillon de 434 sociétés cotées dont les scores ont été relevés sur la période 2010-2014, repose sur des tests bivariés et des régressions logit. Les résultats mettent en relief une supériorité des entreprises anglo-saxonnes en matière de gouvernance d'entreprise, dans les différentes dimensions qui la constituent, non seulement sur les entreprises d'Europe continentale mais aussi sur les sociétés asiatiques dont les scores de gouvernance sont très largement inférieurs.

Mots-clés : Gouvernance, convergence, actionnariat, contrôle, performance.

JEL : G30

1. Introduction

Dans un article célèbre mais controversé (Useem, 1993; Plihon et *al.*, 2001; Rotman, 2010 ; Aglietta et Rebérioux, 2005), Hansmann et Kraakman (2001) annoncent que « *the triumph of the shareholder-orientated model of the corporation over its principal competitors is now assured* », faisant écho aux affirmations de Bainbridge (2010), « *over the scholars have mounted a largely successful hostile takeover of the corporate legal academy* ». Ils pronostiquent par ailleurs une convergence relativement rapide des autres modèles de gouvernance (français, allemand, japonais...) vers le modèle des Etats-Unis, favorable aux actionnaires minoritaires (Reese et Weisbach, 2002), avec un mode de régulation dominé par les marchés financiers. Ce pronostic, largement partagé, repose sur la croyance selon laquelle la dynamique des institutions procède d'une logique d'efficacité, en raison de l'intensité croissante de la concurrence sur les marchés mondiaux. L'affrontement des modèles (rhénan, nippon, américain...), caractéristique des années 1980, appartiendrait au passé en raison du consensus normatif autour du modèle actionnarial, signant ainsi « *the End of History for Corporate Law* ».

Poursuivant le débat engagé dans les années 1930 entre Berle (1932) et Dodd (1932) – Dodd soutenant la responsabilité sociale des dirigeants et Berle défendant les intérêts des actionnaires –, cette hypothèse de convergence n'est toutefois pas partagée par un certain nombre d'auteurs (Mitchell, 2001 ; Blair et Stout, 1999 ; Dallas, 2004) et de débatteurs (Greenfield et Smith, 2008), qui considèrent que la fin de l'histoire du droit des entreprises n'est pas encore atteinte, en tout cas pas de la manière dont le suggèrent Hansmann et Kraakman (2001). Au-delà du débat sur la convergence, la question posée est celle de savoir si l'appartenance à un mode de gouvernance déterminé parmi les trois identifiés, anglo-saxon, rhénan, nippon et asiatique, exerce une influence sur la qualité de gouvernance des entreprises. Il convient pour cela de revenir au commencement de l'histoire.

La définition généralement admise de la gouvernance, expression « ombrelle » d'après Cochran et Wartick (1988), est celle de Shleifer et Vishny (1997) : la gouvernance désignerait les voies et moyens par lesquels les apporteurs de capitaux s'assureraient d'obtenir un retour sur leur investissement au sein des entreprises. Comme le note Goergen (2007), ces auteurs justifient l'attention portée aux actionnaires par le fait que ceux-ci réalisent un investissement important et qu'ils sont susceptibles de le perdre en cas de difficultés financières rencontrées par l'entreprise, les autres parties prenantes et notamment les salariés supportant un risque moindre.

Si Bebchuk et Weisbach (2010) relèvent que l'expression apparaît dans le résumé de 987 papiers publiés sur SSRN en novembre 2009, la question de la gouvernance d'entreprise n'est pas nouvelle. Elle date de la fin du 18ème siècle avec l'émergence des grandes sociétés par actions. De ce point de vue, on peut considérer que la publication en France de la Loi sur les sociétés commerciales en 1857 constitue une avancée en matière de gouvernance. Mais le véritable point de départ des travaux relatifs à la gouvernance des entreprises trouve leur source dans l'ouvrage pionnier de Berle et Means publié en 1932 « *The Modern Corporation and Private Property* ». Les auteurs s'intéressent à la manière dont la montée en puissance de la société anonyme affecte la propriété privée. Cette problématique les a amenés à distinguer deux notions, la propriété légale et le contrôle, défini comme la capacité d'influencer le conseil d'administration, organe directeur de l'entreprise. Ils mettent en évidence que 44% des firmes américaines sur les 200 plus grandes entreprises non financières sont de « contrôle managérial ». La dispersion du capital social réduit la possibilité et la volonté des actionnaires d'intervenir dans les affaires internes de l'entreprise. En conséquence, l'équipe managériale jouit d'une grande liberté et d'un pouvoir « de facto » sur le conseil d'administration – les droits des propriétaires c'est-à-dire des actionnaires ne suffisent pas à leur conférer le contrôle sur l'entreprise –. Berle et Means (1932) s'interrogent alors sur « la question de savoir dans quels intérêts la grande société anonyme (qui représente aujourd'hui une large proportion de la

richesse industrielle) doit être conduite ». La réponse de la jurisprudence aux Etats-Unis est, au début des années 30, la suivante : dans l'intérêt des actionnaires. D'où une volonté de renforcer les droits de porteurs de fonds propres, maintenant ainsi une continuité avec l'ordre ancien fondé sur la notion libérale de la propriété. La position de Berle et Means (1932) exposée dans le dernier chapitre de leur ouvrage intitulé « The New Concept of Corporation » est de « finaliser » le pouvoir managérial, c'est-à-dire de faire en sorte qu'il soit exercé non pas dans l'intérêt de ceux qui en disposent, mais dans l'intérêt de ceux qu'il affecte. La firme n'est plus un objet de propriété, mais une institution qui doit être gouvernée comme telle. La firme a ainsi une nature proprement institutionnelle. Peu nombreux sont ceux qui épouseront cette thèse normative de Berle et Means (1932). En revanche, le diagnostic de la séparation de la propriété et du contrôle est largement adopté. Pendant près de trois décennies, les travaux sur la grande entreprise souscrivent à cette représentation en faisant des dirigeants acteurs principaux de l'économie des Etats-Unis. Williamson (1964) et Marris (1964) s'intéressent ainsi aux conséquences, en termes d'investissement notamment de cette répartition du pouvoir, tandis que Galbraith (1967) s'inquiète de l'influence croissante d'une technocratie au sommet des firmes. Deux séries de critiques émanèrent à l'égard de l'analyse de Berle et Means. Dans les années 1960, avec le développement de la théorie des droits de propriété, issue des travaux de Coase (1960), puis développée par Demsetz (1967), Alchian et Demsetz (1972), Furubotn et Pejovic (1972). Dans les années 1970, avec la théorie positive de l'agence, dont les auteurs référents sont Jensen et Meckling (1976), a constitué le socle théorique du retour en force des actionnaires dans la seconde moitié des années 1980. Les auteurs qui se réclament aujourd'hui encore de la théorie positive de l'agence sont peu nombreux. En revanche, la relation d'agence déjà exposée auparavant par Adam Smith selon laquelle « les directeurs de ces sortes de compagnie étaient les régisseurs de l'argent d'autrui plutôt que de leur propre argent on ne peut guère s'attendre qu'ils y apportent cette vigilance exacte et soucieuse que les associés d'une société apportent souvent

dans le maniement de leurs fonds » constitue toujours l'entrée privilégiée des auteurs sur la question de la gouvernance. Les travaux s'inscrivent dans ce qu'il convient de désigner, suivant la terminologie de Jensen (1983), la théorie normative de l'agence. Qualifier la relation entre actionnaires et dirigeants de relation d'agence, c'est penser qu'il est du devoir des seconds de répondre aux désirs des premiers ; c'est donc admettre que les dirigeants sont recrutés par les actionnaires, avec pour mission première de servir au mieux leurs intérêts.

L'appui sur ce concept a conduit à adopter la valeur actionnariale comme modèle de gouvernance. La revue de la littérature sur la gouvernance d'entreprise de Shleifer et Vishny (1997) est une bonne illustration de cet appui sur la notion de relation d'agence : « *Our perspective on corporate governance is a straightforward agency perspective* ». Les mécanismes qui incitent les dirigeants à prendre les décisions visent à maximiser la valeur actionnariale – c'est à dire la richesse des actionnaires – peuvent être de deux types : d'un côté, les mécanismes internes qui renvoient la valeur actionnariale notamment au rôle du conseil d'administration et la structure de l'actionnariat et, de l'autre, les mécanismes externes qui relèvent essentiellement du contrôle par le marché et de l'impact du système juridique. Partant de ce constat, Denis et McConnell (2003) opèrent un classement des recherches en deux générations. La première analyse les mécanismes internes à la gouvernance. L'objectif des travaux a été d'examiner essentiellement les effets des mécanismes internes de gouvernance sur les performances des entreprises, ainsi que sur le processus et la qualité de prise de décision de celles-ci. Quant à la seconde, elle se focalise sur l'impact du système juridique en tant que mécanisme externe. Dans un article de référence, La Porta et *al.* (1999) s'intéressent à l'ensemble des institutions et des règles de droit conçues pour protéger les investisseurs minoritaires contre les dirigeants, le conseil d'administration et les actionnaires majoritaires.

Cette approche a servi également de base à l'élaboration, par des organisations nationales et internationales, de nombreux rapports et codes visant à édicter des principes pour une

meilleure gouvernance des entreprises. Né aux Etats-Unis avec le rapport de la *Business Roundtable*, considéré comme le premier code de gouvernance en 1978 (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004), suivi en avril 1993 d'un texte fondamental élaboré conjointement par l'American Law Institute et l'American Bar Association intitulé *Principes of Corporate Governance – Analysis and Recommendations*. Suite à l'affaire Enron en 2001, le législateur intervient à nouveau sur ce thème avec la loi Sarbanes – Oxley du 30 juillet 2002. Le mouvement s'est étendu à l'Asie avec le *Code of best practice* de Hong Kong en 1989, puis à l'Europe avec notamment le Cadbury Report (1992) en Grande Bretagne, qui sera complété par d'autres rapports : Greenbury (1995), Hampel (1998), Turnbull (1999), Higgs (2003) et Smith (2003) ou les rapports Viénot I et II (1995, 1999) en France. La publication en 2015 des *Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE*, qui fait suite aux principes énoncés par l'OCDE en 1999 et 2004, en constitue l'une des dernières illustrations en date. Les recommandations formulées sont, en général, convergentes et visent à promouvoir l'efficacité du rôle du conseil d'administration, le respect des droits des actionnaires, notamment minoritaires, la transparence et la bonne diffusion de l'information. L'idée sous-jacente étant que l'application de ces principes devrait améliorer la performance et accroître la valeur de la firme dans une optique de résolution des conflits d'agence actionnaires/dirigeants (Shleifer et Vishny, 1997). La prégnance de cette vision conduit certains auteurs à prédire un alignement des systèmes de gouvernance sur le modèle anglo-saxon, mouvement encouragé par la globalisation et l'intégration des marchés, le renforcement du pouvoir des actionnaires, notamment des investisseurs institutionnels, et l'affaiblissement des modèles alternatifs (Hansmann et Kraakman, 2001 ; Denis et Mc Connel, 2003). Pourtant, un autre courant conteste cette idée en mettant l'accent sur les différences de contexte institutionnel entre pays, qui ne peuvent être sans incidence sur le fonctionnement des systèmes de gouvernance. Les travaux de La Porta et al. (1998, 1999) ont ainsi montré l'incidence des différences entre systèmes légaux nationaux, en

particulier en matière de protection des investisseurs, sur les régulations économiques et la gouvernance des entreprises. Historiquement, il existe en effet une distinction entre les pays anglo-saxons et les pays d'Europe continentale, les premiers correspondant à des systèmes régulés plutôt par le marché, les seconds plutôt régulés par les banques, auxquels il convient d'ajouter le Japon et les pays asiatiques qui forment un modèle distinct compte tenu de ses fortes spécificités (Aoki, 1984 ; Yoshimori, 1998). Une question centrale émerge dans ces conditions : observe-t-on des différences majeures dans la qualité de la gouvernance des entreprises à travers le monde ? Si nombre d'études empiriques se sont intéressées aux effets des systèmes de gouvernance sur la performance et la valeur de la firme (Gompers et *al.*, 2003 ; Drobetz et *al.*, 2004 ; Core et *al.*, 2006 ; Bebchuk et *al.*, 2008), les différences qualitatives entre systèmes nationaux de gouvernance restent largement inexplorées.

La présente recherche a précisément pour objectif de déterminer s'il existe des différences dans la qualité de la gouvernance des entreprises selon le modèle de rattachement considéré. Sur le fondement des éléments d'analyse d'ordre juridique (Shleifer et Vishny, 1997 ; La Porta et *al.*, 1998, 1999), politique (Roe, 2000), concurrentiel (Roe, 2001) et institutionnel, et considérant que si mouvement de gouvernance il y a, des freins sont également à l'œuvre (Yoshikawa et Rasheed, 2009), les sociétés étudiées ont été regroupées en trois catégories correspondant chacune à un modèle de gouvernance déterminé : le modèle « anglo-saxon » (Etats-Unis et Grande Bretagne notamment), le modèle « rhénan » (Europe continentale) et le modèle nippon et asiatique. L'étude s'appuie pour cela sur un large échantillon de 434 sociétés cotées à travers le monde constitué à partir de la base de données de l'agence de notation sociétale Vigeo. Cette base a été retenue en raison de la rigueur et de l'indépendance de sa méthodologie d'analyse, mais aussi en raison de l'importance du champ spatio-temporel couvert (nombre d'entreprises faisant l'objet d'une notation, diversité des pays et des critères étudiés). La dimension comparative internationale constitue l'un des apports majeurs de la recherche, alors que nombre

d'études limitent le champ d'investigation à un seul pays, en particulier les Etats-Unis (Gompers et *al.*, 2003 ; Core et *al.*, 2006 ; Bebchuk et *al.*, 2008). Une autre contribution essentielle de l'étude réside dans la mesure de la qualité de la gouvernance dans plusieurs de ses dimensions : l'«équilibre des pouvoirs et l'efficacité du conseil d'administration», l'«audit et les mécanismes de contrôle», l'«engagement envers les actionnaires et la structure de l'actionnariat» et la «détermination de la rémunération des principaux dirigeants». L'étude repose, en outre, sur une analyse longitudinale de données couvrant une période de cinq années, de 2010 à 2014, alors que d'autres se limitent à une analyse transversale sur une seule année (Drobetz et *al.*, 2004). La recherche repose, par ailleurs, sur la mise en œuvre de modèles probabilistes, en l'occurrence des régressions logit visant à déterminer la probabilité pour les entreprises d'appartenir au groupe des firmes ayant un niveau de gouvernance d'entreprise de qualité supérieure. Elle prend ainsi en considération parmi les variables explicatives possibles, outre l'appartenance à un modèle de gouvernance donné, la taille, la structure d'actionnariat, la performance économique, et l'industrie, en classant les entreprises en sept grands secteurs d'activité, dont le secteur «finances et assurances». Enfin, sur un plan pratique et managérial, l'étude tente d'apporter des éléments de réponse à un questionnement majeur : un système de gouvernance peut-il être considéré comme supérieur aux autres ?

Cet article est organisé de la manière suivante. La section 2 présente le cadre théorique de l'étude et les hypothèses retenues. La section 3 expose l'approche méthodologique développée. La section 4 présente les résultats obtenus et la section 5 en offre une discussion.

2. Cadre théorique

Traditionnellement, la distinction entre les différents systèmes de gouvernance a été exprimée en termes de structure avec des systèmes régulés soit par le marché, soit par les

banques. Plus récemment, différents travaux ont cherché à fournir d'autres éléments d'explication approfondis pour analyser les différences entre systèmes de gouvernance. Dans le même temps, la question d'une éventuelle convergence des différents systèmes de gouvernance à plus ou moins long terme, qui induirait l'idée d'un modèle supérieur aux autres, est posée.

2.1. Les explications à la coexistence de systèmes de gouvernance différenciés

Les travaux ayant cherché à analyser les différences entre systèmes de gouvernance avancent des explications juridiques, des explications politiques et concurrentielles, et des explications liées à la l'influence des investisseurs institutionnels.

Apportant une explication juridique à l'existence de systèmes différenciés de gouvernance, Shleifer et Vishny (1997) considèrent que « l'essentiel des différences entre les systèmes de gouvernance autour du monde résulte des écarts dans la nature des obligations légales des dirigeants vis-à-vis des investisseurs ainsi que des différences dans la façon dont les tribunaux font appliquer et interprètent ces obligations ». La Porta et *al.* (1998) ont examiné empiriquement les différences entre pays dans la protection légale des investisseurs, ainsi qu'entre la qualité de l'application de ces lois et l'influence de ces variations, ce qui leur permet de distinguer trois traditions juridiques : la tradition jurisprudentielle britannique, la tradition civile française et la tradition civile germano-scandinave.

Les travaux de La Porta et *al.* (1998) ont ouvert la voie à de très nombreuses études empiriques comparatives qui, dans l'ensemble, confirment le caractère explicatif du degré de protection des actionnaires (Denis et Mc Connell, 2003). Par exemple, Johnson et *al.* (2000) font l'hypothèse que le « siphonnage », défini comme le transfert d'actifs ou de profits au bénéfice des actionnaires de référence, aux dépens des actionnaires minoritaires, est plus aisé dans les pays de traditions civiles et plus difficile dans les pays de tradition jurisprudentielle. Cette

hypothèse est confirmée par Dyck et Zingales (2004) qui montrent que, dans les pays où les investisseurs sont moins bien protégés par la loi, les actionnaires de contrôle extraient plus de bénéfices privés. La Porta et *al.* (2000) constatent aussi que les entreprises qui évoluent dans les pays assurant une bonne protection des actionnaires minoritaires distribuent des dividendes plus élevés. Dittmar et *al.* (2003) observent, pour leur part, que les sociétés issues de pays où les droits des actionnaires ne sont pas bien protégés détiennent deux fois plus de trésorerie, ce qui peut être interprété soit comme un signe que les actionnaires ne parviennent pas à obliger les dirigeants à leur rétrocéder, soit comme l'expression de la difficulté d'accès des entreprises au financement externe.

Développant une approche politique et non plus juridique, Roe (2000) considère que c'est l'absence ou la présence d'un choix politique social-démocrate qui détermine les différences de gouvernance. Les sociales-démocraties privilégient la stabilité de l'emploi, encouragent le désalignement avec l'intérêt des actionnaires et proposent par conséquent des normes actionnariales plus faibles, ce qui se traduit par des coûts d'agence plus élevés. La concentration du capital est alors un moyen de contourner ce contexte car, en l'absence d'autres incitations, c'est le seul mode de gouvernance à même de réduire les coûts d'agence au détriment des actionnaires. Roe (2000) a testé empiriquement ses assertions en mesurant avec succès une très forte corrélation entre la concentration du capital des grandes entreprises cotées et le positionnement politique, ainsi qu'entre les inégalités de revenu et l'importance des marchés financiers de 16 pays développés.

De nombreuses démarches théoriques contestent le poids des explications juridiques et politiques. D'autres facteurs ont été avancés et parfois empiriquement testés comme plus explicatifs. Roe (2001) lui-même a prolongé son analyse politique en la complétant par une explication concurrentielle, en défendant l'idée que la valeur relative de la maximisation de la valeur actionnariale pour un pays dépend partiellement de son organisation industrielle. Ainsi, en

Europe continentale, les normes de la primauté des actionnaires sont faibles car les marchés sont peu concurrentiels et très fragmentés. En revanche, aux Etats-Unis, l'intensité concurrentielle liée à la taille des marchés a permis l'émergence de normes actionnariales très exigeantes.

Une autre explication est fournie par la présence des investisseurs institutionnels. Useem (1993) défend l'idée que les investisseurs institutionnels ont largement contribué au développement de la gouvernance d'entreprise car celle-ci permet de s'assurer d'une meilleure efficacité des dirigeants des entreprises dans lesquelles ils ont investi. Agissant pour le compte de tiers, ils cherchent à optimiser le rendement de leurs investissements et agissent en ce sens auprès des entreprises dont ils sont actionnaires, la création de valeur devenant leur objectif affiché : « *To align the firm with this goal, management changed the organization's structure. Authority was decentralized. The power to succeed and fail was pushed lower in the organization giving managers and operating units greater autonomy. To assist managers, information was more widely distributed; to evaluate managers, measures of shareholder value were constructed. With authority and information decentralized and performance measures in place, headquarters staffs were scaled back and administrative control limited financial oversight* » (Stearns, 1994).

De sorte que deux modèles organisationnels distincts s'opposeraient : le modèle *shareholder*, caractérisé par la recherche de la maximisation de la valeur actionnariale, et le modèle *stakeholder*, marqué par la recherche de l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes, considérés comme des créanciers résiduels (Blair, 1995 ; Donaldson et Preston, 1995 ; Zingales, 2000). A cette opposition de modèles organisationnels s'ajouteraient une opposition de nature institutionnelle : le système *outsider* ou *market based*, incarné par les Etats-Unis et le Royaume-Uni, caractérisé par une structure du capital dispersée, une forte protection juridique des actionnaires et des exigences de transparence de l'information codifiées ; le système *insider/blockholder*, caractérisé par une structure du capital concentrée, une faible protection

juridique des investisseurs minoritaires, et de faibles exigences de transparence de l'information (Rubinstein, 2002). Ces deux systèmes ne cessent, au demeurant, d'interagir entre eux, le système *outsider/market-based* offrant une légitimité accrue à une discours de défense exclusive des intérêts des actionnaires, comparé à un cadre institutionnel de type *insider/blockholder* qui favorise les intérêts des actionnaires majoritaires (Rubinstein, 2002).

D'autres dichotomies prennent place dans l'analyse de la gouvernance d'entreprise, certaines s'appuyant, selon la recension établie par Brédart (2013), sur le mode de financement des entreprises (Berglöf, 1990), sur le caractère interne ou externe des dispositifs (Franks et Mayer, 1992), sur les zones géographiques (Hyafil, 1996) ou encore sur les différences culturelles (Hofstede et Bollinger, 1987). C'est ainsi que le modèle japonais et asiatique peut être considéré, en raison du consensus sur lequel il repose en faveur de la primauté accordée à l'ensemble des parties prenantes et en particulier aux salariés (Aoki, 1984 ; Yoshimori, 1998), comme formant une catégorie à part entière.

Dans le même temps, le phénomène de mondialisation et d'intégration pose la question d'une éventuelle convergence des systèmes de gouvernance dans le sens d'un alignement sur le modèle anglo-saxon.

2.2. Le mouvement de convergence des systèmes de gouvernance et la persistance de spécificités

La convergence des systèmes de gouvernance suppose l'existence d'un modèle supérieur aux autres, autrement dit plus efficace économiquement, dans le cadre d'une gouvernance actionnariale imposée par le recours massif aux marchés financiers ou, à tout le moins, l'adoption et la diffusion de règles et de bonnes pratiques conduisant à une hybridation des

systèmes. Différentes opinions coexistent quant à la réalité – et à l’opportunité – d’une telle évolution.

Hansmann et Kraakman (2001) considèrent que la convergence résulte d’un large consensus normatif autour du modèle actionnarial : les dirigeants devraient chercher à maximiser les intérêts économiques des actionnaires, y compris les minoritaires. Le consensus en faveur de ce modèle s’explique par la défaillance des modèles alternatifs : le modèle managérial qui s’est imposé aux Etats-Unis dans les années 1950 et 1960, et qui a été remis en cause depuis par la tendance des dirigeants à faire prévaloir leurs intérêts avant ceux des actionnaires dans la prise de décision ; le modèle participatif, qui a atteint son apogée avec le modèle germanique de la cogestion, et qui trouve ses limites dans son caractère difficilement transposable dans d’autres environnements juridiques ; le modèle étatique, enfin, qui a été dominant en France jusqu’à une période récente ainsi que dans nombre de pays asiatiques, et qui a décliné avec la montée en puissance des idées libérales. Ils estiment que la principale alternative au modèle actionnarial, le modèle *stakeholder* est, pour l’essentiel, une combinaison d’éléments constitutifs des modèles managérial et participatif, et que ces éléments, qui ont contribué à affaiblir ces modèles, affaiblissent de même le modèle *stakeholder* en tant qu’alternative viable au modèle actionnarial. Ils estiment en particulier que la présence des différentes parties prenantes au sein du conseil d’administration est vecteur d’inefficience, dans la mesure où les coûts induits dépassent les bénéfices attendus. Parmi les autres raisons avancées par Hansmann et Kraakman (2001) pour expliquer le mouvement de convergence, la réussite des firmes britanniques et américaines, l’influence grandissante à l’échelle mondiale de l’économie et de la finance, la diffusion de l’actionnariat dans les pays développés et l’émergence de l’activisme actionnarial. Hansmann et Kraakman (2001) expliquent que certaines différences peuvent perdurer pour des raisons de contingences institutionnelles ou historiques, mais que cela ne remet pas fondamentalement en

cause l'évolution vers un modèle légal standard qui devrait se traduire par une plus grande efficacité des règles et des pratiques.

La Porta et *al.* (1999) indiquent que la concurrence pour l'obtention de fonds devrait conduire de toute façon à une convergence. Mais, pour Bebchuk et Roe (1999), les forces économiques et politiques historiques peuvent ralentir ou infirmer cette convergence et des différences peuvent subsister même en l'absence d'efficacité économique. Les travaux de Hall et Soskice (2001) sur « les variétés du capitalisme » ou d'Aoki (2001) sur la comparaison des systèmes de gouvernance insistent sur les nécessaires complémentarités (et équilibres) institutionnelles. Jacoby (2007) indique, quant à lui, que la focalisation sur le capital humain spécifique en Allemagne et au Japon soutient une production fondée sur l'apprentissage technologique, l'innovation incrémentale, une production de grande qualité, secteurs dans lesquels ces économies sont spécialisées. Par contraste, la focalisation des Etats-Unis sur la mobilité des ressources et sur les récompenses élevées à court terme, dirigent ses ressources vers les ruptures technologiques. Dans le même ordre d'idées, Pagano et Volpin (2000) notent que l'amélioration de la protection des investisseurs ne peut se faire qu'au détriment des salariés (et inversement). Ainsi, en Europe continentale, l'accroissement de la protection des investisseurs devrait se traduire par une diminution de la sécurité de l'emploi, ce qui suppose de remettre en question les pactes sociaux implicites en vigueur. Gilson (2000) souligne qu'il n'est pas nécessaire de constater de convergence formelle si chaque système de gouvernance est en mesure de faire preuve de suffisamment de flexibilité fonctionnelle, comme par exemple licencier un dirigeant incompétent. Ainsi, des optima multiples pourraient-ils cohabiter.

Yoshikawa et Rasheed (2009) proposent, quant à eux, un cadre conceptuel d'analyse du mouvement de convergence, en identifiant les leviers et les freins du phénomène. Trois facteurs principaux incitent à la convergence selon eux. En premier lieu, l'intégration des marchés financiers, généralement considérée comme le levier le plus puissant, qui revêt différentes

formes : les cotations des entreprises sur différentes places financières à travers le monde, la diversification internationale des portefeuilles d'investissement et les fusions-acquisitions transnationales. En second lieu, l'intégration des marchés des biens et services qui, selon certains, exercerait des effets comparables à l'intégration des marchés financiers (Khanna et Palepu, 2004), l'intensification de la compétition et de la concurrence impliquant une convergence vers le système de gouvernance le plus performant. Enfin, la diffusion des codes de bonne gouvernance et l'harmonisation des règles comptables internationales, qui facilitent la diffusion des pratiques à travers le monde. Plusieurs freins sont, en revanche, à l'œuvre. Tout d'abord, la « dépendance à l'égard de la voie tracée » (*path dependence*), en vertu de laquelle l'état d'un système est déterminé non pas seulement par ses conditions initiales, mais aussi par le chemin qu'il emprunte (North, 2005) ; la trajectoire d'évolution d'un système de gouvernance national est ainsi le résultat de multiples événements passés et des réponses qui leur ont été apportées. Ensuite, les complémentarités institutionnelles, les pratiques de gouvernance dans un pays déterminé étant le résultat d'un système complémentaire d'institutions, de règles juridiques et de pratiques, dont la modification d'un élément peut affecter l'efficacité du système dans son ensemble (Khanna et *al.*, 2006) ; ces complémentarités pouvant induire des « optima multiples » par la combinaison de différents ensembles de pratiques. Autre frein identifié par Yoshikawa et Rasheed (2009) : la volonté des groupes d'intérêt de préserver leurs rentes et leurs bénéfices privés, ce qui peut conduire des structures de gouvernance devenues sous-optimales à perdurer compte tenu des résistances au changement. En outre, poursuivent Yoshikawa et Rasheed (2009), les différences nationales dans les régimes des droits de propriété et les normes sociales et commerciales restent prégnantes, ce qui explique la diversité des objectifs organisationnels et des rapports aux parties prenantes d'un continent ou d'un pays à un autre. Enfin, le manque de consensus sur un idéal de gouvernance constitue le dernier frein : chaque modèle comporte à la fois des forces et des faiblesses, évolutives dans le temps et spécifiques à un contexte déterminé.

Parvenir à un consensus normatif sur un modèle de gouvernance impliquerait d'obtenir un consensus sur la définition des objectifs organisationnels (Yoshikawa et Rasheed, 2009).

Un certain nombre d'études ont tenté d'apporter des réponses empiriques aux différences observées entre systèmes de gouvernance. Si Goergen et *al.* (2005) observent une convergence dans la réglementation des prises de contrôle, par exemple pour ce qui est du principe d'égalité de traitement ou des actions sans droit de vote ou à droits de vote multiples, Palepu et *al.* (2002) adoptent pour leur part un point de vue général en testant la convergence vers le modèle américain du fait de la mondialisation. Ils constatent sur 49 pays (dont 24 développés) que « la globalisation a conduit à l'adoption de standards de gouvernance communs, mais que ceux-ci ne sont pas réellement appliqués ». Autrement dit, la convergence n'est qu'apparente. En outre, ils observent que cette convergence *de jure* n'est pas alignée sur les standards américains ; il s'agit de mouvements régionaux spécifiques entre des pays développés et interdépendants économiquement. Ces résultats semblent corroborés par Fiss et Zajac (2004), dont l'étude empirique, conduite sur un échantillon de 112 sociétés allemandes cotées, montre qu'on assiste à un découplage entre des mesures symboliques laissant croire à une adhésion au modèle anglo-saxon sans que celle-ci se vérifie en pratique (cf. l'étude sur longue période de Franks et *al.* (2002) au Royaume-Uni). Khanna et *al.* (2006), enfin, constatent sur un échantillon de 495 firmes réparties dans 25 pays émergents, qu'il n'y a pas de lien entre l'exposition aux marchés financiers mondiaux et l'adoption de pratiques de gouvernance américaines. Yoshikawa et Rasheed (2009) ainsi que Caby et *al.* (2013) procèdent à une synthèse de la littérature empirique en dégagant trois conclusions générales : premièrement, en dépit des affirmations des promoteurs de cette idée qui considèrent la convergence comme souhaitable et inévitable, peu d'éléments semblent accréditer cette idée sur le plan empirique ; deuxièmement, lorsqu'un phénomène de convergence peut être observé, celle-ci porte davantage sur la forme que sur le fond ; troisièmement, la convergence en matière de gouvernance n'est pas un phénomène

indépendant de son contexte, et sa compréhension nécessite de dépasser les seules observations empiriques pour prendre en compte les facteurs institutionnels susceptibles de le faciliter ou au contraire de l'inhiber.

Ces résultats et ces réflexions nous conduisent à considérer que des différences persistent entre systèmes de gouvernance, sans que l'on puisse affirmer la supériorité d'un système par rapport aux autres. Dans une logique de contingence, des systèmes de gouvernance différents peuvent être considérés comme aussi performants dans la mesure où ils répondent et sont adaptés aux exigences de leur environnement institutionnel. En conséquence, l'hypothèse centrale de la recherche est la suivante :

H1. Aucun modèle de gouvernance ne peut être considéré comme supérieur à un autre

Cette hypothèse centrale se décline en trois sous-hypothèses :

H1.1. Il n'existe pas de différences dans les scores de gouvernance entre les pays anglo-saxons et l'Europe continentale

H1.2. Il n'existe pas de différences dans les scores de gouvernance entre les pays anglo-saxons et l'Asie

H1.3. Il n'existe pas de différences dans les scores de gouvernance entre l'Europe continentale et l'Asie

3. Approche méthodologique

La méthodologie développée consiste à mesurer, sur un échantillon de 434 entreprises cotées regroupées par modèle de gouvernance, anglo-saxon, européen continental et asiatique, et par pays, la qualité de la gouvernance des entreprises sur une période de cinq ans (2010-2014).

3.1. Le choix des variables

La variable expliquée – la qualité de la gouvernance d’entreprise, globalement et dans ses différentes dimensions –, les variables explicatives et de contrôle seront successivement présentées.

3.1.1. La variable expliquée : la gouvernance d’entreprise et ses dimensions

L’une des contributions majeures de la présente recherche est de prendre en considération la qualité de la gouvernance dans sa globalité, mais aussi la qualité de la gouvernance dans plusieurs de ses dimensions. Quatre de ces dimensions nous ont semblé essentielles : l’efficacité du conseil d’administration, la qualité des mécanismes d’audit et de contrôle interne, le respect des droits des actionnaires, la rémunération des dirigeants.

L’efficacité du conseil d’administration

Depuis les travaux de Fama (1980) et de Fama et Jensen (1983), le conseil d’administration apparaît comme l’instance privilégiée de gouvernance des entreprises. Ces auteurs lui assignent deux fonctions principales : évaluer et ratifier les décisions d’investissement à long terme, d’une part, et contrôler la performance des principaux dirigeants, d’autre part. Des recommandations en ce sens figurent dans le Rapport Cadbury publié au Royaume-Uni en 1992, et dans les rapports Viénot I et II (1995 et 1999) ou Bouton (2002) en France. En conséquence, la composition et la structuration du conseil d’administration sont d’une grande importance.

Fama (1980) a préconisé d'inclure des administrateurs externes, n'exerçant pas de fonctions managériales dans l'entreprise, afin d'améliorer l'indépendance et la qualité du contrôle. Aux Etats-Unis, à la suite de l'affaire Enron, la présence d'une majorité d'administrateurs indépendants est devenue la règle en 2002. Gillette, Noe et Rebello (2003) développent une vision équilibrée en considérant qu'un conseil composé d'une majorité d'administrateurs indépendants, mais aussi de quelques administrateurs internes, devrait inciter ces derniers à rendre compte honnêtement et *in fine* se traduire par une prise de décision plus efficace. La séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général est aussi proposée comme un facteur positif dans la mesure où la discrétion managériale est réduite et où le contrôle exercé sur sa gestion est plus étroit (Dalton et Kesner, 1987). Cette séparation a, par exemple, été vivement encouragée en Grande Bretagne par le rapport Cadbury (1992), ce qui a conduit plus de 90% des sociétés britanniques à adopter cette solution. De façon plus approfondie, il est aussi possible d'avancer que les conseils d'administration doivent tirer parti des compétences spécifiques de leurs membres en se structurant sous la forme de comités spécialisés. Le New York Stock Exchange a ainsi rendu obligatoire l'existence des comités d'audit pour les entreprises cotées chez lui depuis 1978 et leur indépendance depuis 2002. De même, l'apparition de plus en plus fréquente de comités de rémunération et de nomination répond à cette volonté de spécialisation et de structuration destinée à améliorer le contrôle des dirigeants. Ces différentes caractéristiques sont susceptibles d'exercer une influence déterminante sur le pouvoir du conseil d'administration et la performance de l'entreprise. Ainsi, Pearce et Zahra (1991) distinguent quatre catégories de conseil d'administration (dominant, contrôleur, formel et participatif) à l'aide de deux variables : le pouvoir des dirigeants (fort ou faible) et le pouvoir du conseil d'administration (fort ou faible). A partir de cette classification, ils ont constaté que plus le pouvoir du conseil d'administration est fort, plus la performance de l'entreprise est forte. Il est à noter également que la loi Sarbanes-Oxley (2002), consécutivement

à l'affaire Enron, s'est particulièrement intéressée au fonctionnement et à la structuration du conseil d'administration dont le rôle central en matière de gouvernance a ainsi été réaffirmé.

La qualité des mécanismes d'audit et de contrôle interne

L'audit et le contrôle interne peuvent être considérés comme des piliers essentiels de la gouvernance, dans la mesure où ils recouvrent l'ensemble des procédures et mécanismes employés pour s'assurer de la pertinence des processus de collecte, de traitement et de diffusion de l'information (Pigé, 2009). Ainsi, une vérification des comptes doit être conduite chaque année, conformément à des normes de qualité en la matière, par un auditeur indépendant, compétent et qualifié, chargé de donner au conseil d'administration et aux actionnaires un avis externe et objectif certifiant que les états financiers rendent compte fidèlement de tous les aspects importants de la situation financière et des résultats de la société ; outre la certification que les états financiers rendent compte fidèlement de la situation financière de l'entreprise, le rapport d'audit doit en outre comporter un avis sur la manière dont les états financiers ont été établis et présentés (OCDE, 2015). Le « Coso report » intitulé « Internal Control Integrated Framework », référentiel international, issu des travaux de la « Treadway Commission » aux Etats-Unis, et mis à jour en mai 2013, le définit comme un processus mis en oeuvre par le conseil d'administration, les dirigeants et le personnel d'une organisation destiné à fournir une assurance raisonnable quant à la réalisation des objectifs suivants : l'optimisation des opérations, la fiabilité du reporting financier et non-financier, interne et externe, et la conformité aux lois et aux réglementations en vigueur. Le contrôle interne contribue ainsi à la délimitation et à la surveillance des risques, dimension essentielle d'une bonne gouvernance.

Le respect des droits des actionnaires

Singulièrement dans les systèmes de gouvernance caractérisés par une structure du capital dispersée, le conflit majeur risque d'opposer les actionnaires et les dirigeants aux intérêts potentiellement divergents (Jensen et Meckling, 1976). Le respect des droits des actionnaires va dépendre en partie de l'existence de blocs de contrôle qui vont précisément s'inscrire, selon Shleifer et Vishny (1997), dans des environnements légaux peu protecteurs des intérêts des actionnaires. La présence de tels blocs est susceptible de faciliter le contrôle de l'action des dirigeants, ces derniers étant moins enclins à procéder à des prélèvements à leur profit et davantage incités à agir dans l'intérêt des actionnaires (Bolton et Von Thadden, 1998). Toutefois, le prélèvement de bénéfices privés par les dirigeants, en cas d'adoption par ces derniers de stratégies favorables aux blocs de contrôle, n'est pas à exclure (Johnson *et al.*, 2000). Les études empiriques font d'ailleurs apparaître des résultats contrastés. Certaines soulignent une relation non linéaire entre l'importance des blocs de contrôle et la valeur de l'entreprise, les blocs de faible dimensions exerçant une influence favorable, qui s'estompent dès lors que leur taille s'accroît (Demsetz et Villalonga, 2001 ; Morck *et al.* 1988). Plus largement, au-delà de la question des blocs de contrôle, l'enjeu est de défendre les intérêts des actionnaires par des mécanismes relevant à la fois de principes organisationnels et de règles institutionnelles conformes au droit des sociétés (Rubinstein, 2002). La mise en place de procédures souples et transparentes visant à faciliter l'exercice du droit de vote et le vote par procuration, le respect du principe « une action, une voix » et l'extension des questions soumises à l'approbation des actionnaires sont ainsi perçus comme des éléments de bonne gouvernance, l'exigence de transparence relative à la publication des comptes de l'entreprise devant en outre être régulière et conforme aux normes comptables internationales (Rubinstein, 2002).

La rémunération des dirigeants

Selon Jensen et Murphy (1990ab), il y a de nombreux mécanismes par lesquels la politique de rémunération des dirigeants peut procurer des incitations à la création de valeur pour

les actionnaires, comme des bonus et des révisions de salaire indexés sur la performance, des stock-options et des décisions de licenciement reposant sur la performance. O'Byrne (1995), pour sa part, indique que la rémunération des dirigeants doit répondre à quatre préoccupations, si elle souhaite les inciter à maximiser la valeur de l'entreprise : aligner la fonction d'utilité des dirigeants sur la maximisation de la valeur de l'entreprise ; inciter les dirigeants à prendre des décisions nécessaires mais aux conséquences contraignantes ; maintenir un niveau de rémunération suffisant dans les périodes de conjoncture défavorable ; réduire le coût pour les actionnaires en limitant la rémunération à des niveaux permettant de préserver la maximisation de leur richesse. Alors que la rémunération des dirigeants américains a augmenté très rapidement au cours des années 1990, l'attribution massive de stock-options n'étant bien sûr pas étrangère à ce phénomène, Jensen et Murphy (2004) proposent pas moins de 38 recommandations sur la rémunération des dirigeants. Narayanan (1996) propose de distinguer deux catégories, d'une part, les rémunérations « liquides » (salaires et bonus) et, d'autre part, les rémunérations différées (stock-options, actions et plans de retraite), en soulignant la nécessité de trouver un équilibre entre ces deux catégories afin de parvenir à optimiser la performance, que ce soit à court terme ou à long terme.

L'analyse de ces quatre dimensions – l'efficacité du conseil d'administration, les mécanismes d'audit et de contrôle interne, le respect des droits des actionnaires, la rémunération des dirigeants – soulignent l'intérêt qu'il y a à les prendre en compte pour caractériser la qualité de la gouvernance d'une entreprise¹.

Ces quatre variables ont été opérationnalisées grâce aux données fournies par la base de Vigeo, agence de notation sociétale (*cf infra*). Cette agence mesure la qualité de la gouvernance de manière globale, et pour les quatre dimensions que nous considérons comme essentielles : l'« équilibre des pouvoirs et l'efficacité du conseil d'administration », l'« audit et les

¹ Pour une revue de la littérature empirique sur ces quatre dimensions de gouvernance, *cf.* par exemple Denis et McConnell (2003).

mécanismes de contrôle », l'« engagement envers les actionnaires et la structure de l'actionnariat », la « détermination de la rémunération des principaux dirigeants ».

Les scores de Vigeo s'inscrivent dans une échelle conventionnelle de 0 à 100, hiérarchisée en quatre degrés de scores discriminants visant à déterminer le niveau d'engagement de l'entreprise sur la dimension considérée et le management des risques associés. La note 0 signifie que l'implication de l'entreprise dans le champ concerné, en l'occurrence la gouvernance, est très faible ; les garanties d'un management des risques associés sont pauvres, voire très pauvres. La note 30 indique qu'une démarche a été initiée, et que les garanties d'un management du risque sont faibles à modérées. La note 65 signifie que l'entreprise a un engagement confirmé en matière de gouvernance et qu'elle présente des garanties raisonnables de management des risques. La note 100, enfin, témoigne d'un engagement avancé dans la promotion des objectifs de gouvernance.

3.1.2. Les variables explicatives

Les caractéristiques juridiques et politiques des systèmes nationaux (La Porta *et al.*, 1999), de même que les facteurs culturels et managériaux (Aoki, 1984), sont vus comme exerçant une influence sur les systèmes de gouvernance et, plus largement, sur le fonctionnement des entreprises, ce qui est susceptible d'impacter le niveau d'engagement envers les actionnaires et les autres parties prenantes.

C'est ainsi l'incidence de l'appartenance à un modèle déterminé de gouvernance qui est testée. Si les différences entre les modèles de gouvernance anglo-saxon et européen (« rhénan ») sont traditionnellement admises, la caractérisation du modèle japonais et asiatique est plus ambiguë. Il est généralement jugé plus proche du modèle européen en raison de l'attention portée

aux parties prenantes. Toutefois, compte tenu des fortes spécificités de ce modèle de gouvernance (Aoki, 1984 ; Yoshimori, 1998), le choix a été fait dans cette étude de dissocier les entreprises de la zone Asie de celles de la zone Europe pour les regrouper dans une catégorie distincte. Trois variables, dichotomiques, correspondant à chacun des trois regroupements, ont par conséquent été intégrées : ANGLO (0 si l'entreprise n'est pas située dans la zone Nord Américaine ou n'appartient pas à un pays anglo-saxon, 1 si elle est située dans la zone Amérique du Nord ou si elle appartient à un pays anglo-saxon), EUR (0 si l'entreprise n'est pas située dans la zone Europe continentale, 1 si elle est située dans la zone Europe continentale) et ASIE (0 si l'entreprise n'est pas située dans la zone Japon/Asie, 1 si elle est située dans la zone Japon/Asie). La zone « pays anglo-saxons » regroupe l'Australie, les Etats-Unis, la Grande Bretagne, l'Irlande et la Nouvelle Zélande. La zone « Europe continentale » inclut pour sa part l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Italie, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, la Suède et la Suisse. La zone « Japon/Asie », enfin, rassemble le Japon et Singapour. Bien que les structures d'actionnariat de leurs entreprises présentent des compositions différentes, le système de gouvernance du Japon et de Singapour présentent des similitudes. A l'instar d'autres pays asiatiques, ils sont caractérisés par un degré élevé de participations croisées, qui, combinées à des structures pyramidales, peuvent permettre aux actionnaires dominants d'extraire des bénéfices privés au détriment des actionnaires minoritaires (Claessens et *al.*, 2000 ; Lee, 2011). Marqué par une certaine opacité induite par l'implication directe ou indirecte de l'État dans la gestion de grands groupes industriels et commerciaux et sa faible protection des actionnaires minoritaires (Chng et Mak, 2000), Singapour appartiendrait de surcroît, tout comme le Japon, à un modèle de gouvernance en voie d'hybridation depuis la crise asiatique des années 1990, caractérisé par une évolution des modes de financement et un rôle accru des investisseurs institutionnels (Lee, 2011).

3.1.3. Les variables de contrôle

Plusieurs variables de contrôle, susceptibles d'influencer la qualité de la gouvernance, sont intégrées dans l'analyse.

Il importe tout d'abord, dans la continuité des travaux de La Porta et *al.* (1998, 1999), de prendre en compte l'influence de la structure d'actionnariat des entreprises. Le choix est fait de classer les entreprises en deux catégories, patrimoniales et non patrimoniales, ce caractère distinctif étant susceptible d'avoir une influence tant sur la qualité de la gouvernance (Bingham et *al.*, 2011) que sur la performance de l'entreprise (Anderson et Reeb, 2003). A été considérée comme patrimoniale une entreprise dans laquelle un groupe d'actionnaires personnes physiques, unis par des liens familiaux ou non, possède une part significative du capital et des droits de vote et exerce une influence effective sur le pouvoir de direction.

La prise en compte des effets « taille » et « secteur d'activité » s'impose également lorsqu'on cherche à avoir une vision comparative de la gouvernance des entreprises. La taille permet de tenir compte de l'influence de la proximité ou, à l'inverse, de la distance hiérarchique sur l'attention portée aux parties prenantes de l'entreprise. Elle est en outre susceptible de constituer un indicateur du degré de professionnalisation du système de gouvernance. Cette variable a été opérationnalisée par le logarithme du nombre de salariés. L'appartenance sectorielle constitue une autre variable de contrôle. La gouvernance des entreprises doit être évaluée en relatif, en fonction de la santé du secteur auxquels elles appartiennent. L'environnement conditionne, de surcroît, les réponses apportées aux demandes des parties prenantes (Baird et *al.*, 2012). Les firmes de l'échantillon ont été regroupées en sept catégories sur la base de leur code SIC : agriculture, forêt, pêche et mines (industrie 1), construction (industrie 2), secteurs manufacturiers (industrie 3), transports et services publics (industrie 4),

commerce (industrie 5), services (industrie 6), finances et assurances (7). Une variable dichotomique a été introduite pour chacune de ces industries.

Une variable de performance, en l'occurrence représentative de la rentabilité des actifs, est également retenue, dans la mesure où elle est susceptible d'impacter la qualité de la gouvernance par les marges de manœuvre offertes aux dirigeants. Elle est opérationnalisée par le ratio bénéfices avant impôts/total des actifs.

L'ensemble de ces différentes données a été collecté grâce à Infinancials, base de données financières internationales.

Le tableau 1 synthétise les variables de l'étude.

Tableau 1 Variables de l'étude

	Variable expliquée : Gouvernance d'entreprise
GOUVERNANCE	
CG	Gouvernance d'entreprise – score global Score de 0 à 100
CG1	Equilibre des pouvoirs et efficacité du CA Score de 0 à 100
CG2	Audit et mécanismes de contrôle Score de 0 à 100
CG3	Engagement envers les actionnaires et structure de l'actionnariat Score de 0 à 100
CG4	Détermination des rémunérations des principaux dirigeants Score de 0 à 100
	Variables explicatives et de contrôle
ZONE	
EUR	Variable binaire (0=entreprise n'appartenant pas à la zone Europe continentale; 1=entreprise appartenant à la zone Europe continentale)
ANGLO	Variable binaire (0=entreprise n'appartenant à la zone anglo-saxonne ; 1= entreprise appartenant à la zone anglo-saxonne)
ASIE	Variable binaire (0=entreprise n'appartenant à la zone Asie; 1= entreprise appartenant à la zone Asie)
INDUSTRIE	
IND1	Agriculture, Forêt, Pêche, Mines (SIC Codes 01-14) Variable binaire
IND2	Construction (SIC Codes 15-17) Variable binaire
IND3	Secteurs manufacturiers (SIC Codes 20-39) Variable binaire
IND4	Transport & services publics (SIC Codes 40-49) Variable binaire
IND5	Commerce (SIC Codes 50-59) Variable binaire
IND6	Finances, assurances (SIC Codes 60-69) Variable binaire
IND7	Services (SIC Codes 70-89) Variable binaire
TAILLE	Logarithme du nombre de salariés
PATRI	Entreprise patrimoniale Variable binaire (0=entreprise non patrimoniale; 1=entreprise patrimoniale)
RENTA	Rentabilité des actifs Bénéfices avant impôts/total des actifs

3.2. L'échantillonnage

Plusieurs bases de données proposent des scores et des mesures de « bonne gouvernance », parmi lesquelles notamment GMI Ratings (entité résultant de la fusion en décembre 2010 de *Governance Metrics International*, *The Corporate Library* et *Audit Integrity*), *RiskMetrics/Institutional Shareholder Services* et Vigeo. Le choix s'est porté sur cette dernière pour constituer l'échantillon en raison du nombre élevé d'entreprises faisant l'objet d'une notation (plus de 1800 au total), du champ géographique couvert (Amérique, Europe, Asie), du caractère multidimensionnel de la gouvernance retenu et de la rigueur de la méthodologie de notation déployée. Cette agence, créée en 2002 et présidée par Nicole Notat, a pour mission d'évaluer la responsabilité sociétale des entreprises, dont la gouvernance constitue l'une des dimensions avec les ressources humaines, les droits humains sur les lieux de travail, l'engagement sociétal, l'environnement et le comportement sur les marchés, par référence aux normes prescrites par un certain nombre d'institutions et d'organisations internationales. Le modèle repose sur un référentiel d'objectifs précis, opposables et pondérés, sur un questionnement segmenté en angles d'analyse formalisés et complémentaires, et, enfin, sur une échelle de notation conventionnelle. Pour chacun des secteurs d'activité analysés, les enjeux sont contextualisés et pondérés en fonction du degré d'exposition des parties prenantes et des facteurs de risques ou d'avantages compétitifs qu'ils représentent pour l'entreprise. En outre, pour chacun des critères génériques étudiés, Vigeo questionne dans le détail la stratégie et les processus managériaux des entreprises et évalue la pertinence des engagements (politique) en examinant les politiques énoncées et leur contenu et en s'interrogeant sur leur portage au sein de l'entreprise, l'efficacité de leur mise en œuvre (déploiement) en examinant les moyens déployés, les budgets dédiés ainsi que leur périmètre d'application, la performance obtenue (résultats) en analysant des indicateurs quantitatifs de performance ainsi que des allégations ou controverses

émanant de parties prenantes. A ces différentes fins, VIGEO utilise des informations multi-sources et traçables. Les analystes consultent en premier lieu tous les documents publics disponibles (rapport annuel, rapport de développement durable, communiqués...), puis contactent systématiquement l'entreprise pour des compléments d'information. Ils mobilisent plus de 250 indicateurs par entreprise, ce qui permet d'informer et d'alerter en continu sur les engagements, les performances et les risques des sociétés. La méthodologie rigoureuse développée par Vigeo et retenue dans cette recherche permet de contrer les critiques généralement émises à l'encontre des bases de données et des scores de gouvernance : pour l'essentiel, le manque de fiabilité supposé conduisant à des sur- ou sous-estimations, le caractère partiel et réducteur d'une approche fréquemment monocritères et court-termiste dépréciant les firmes engagées dans des stratégies d'innovation (Krafft et *al.*, 2011).

Plus de 2000 entreprises constituent la base de Vigeo, mais moins d'un quart a été retenu pour composer l'échantillon. En effet, s'agissant du champ temporel de la présente étude, l'ambition initiale était de conduire une étude longitudinale sur dix ans, de 2004 à 2014. La non-disponibilité des notations sur la totalité de la période pour l'ensemble des entreprises a contrarié cette ambition. Vigeo ne procède pas de manière systématique à une notation annuelle de l'ensemble des sociétés appartenant à sa base, de sorte que plusieurs années peuvent s'écouler entre deux notations (entre 18 et 24 mois en moyenne). Afin d'éliminer les biais liés à la non-régularité des notations, et ainsi garantir l'homogénéité des données, seules les sociétés ayant fait l'objet d'une notation sociale en 2010, 2012 et 2014 ont été conservées, ce qui a permis le calcul d'une moyenne sur cinq ans pour 434 sociétés.

3.3. La méthodologie statistique

Afin de savoir s'il existe des différences dans la qualité de la gouvernance des entreprises par pays et par type de modèles, ce sont d'abord des tests statistiques de comparaison de moyennes qui ont été effectués sur les variables précédemment décrites (test t de Student).

Par ailleurs, afin de mesurer l'impact de l'appartenance à un modèle déterminé, des régressions Logit ont été mises en œuvre. Cette méthode appartient à la catégorie des modèles probabilistes de choix, dont l'objectif est de déterminer la probabilité d'occurrence d'un événement, ainsi que les variables qui influencent cette probabilité. L'intérêt des régressions Logit est multiple. En particulier, cette méthode ne cherche pas à mettre en évidence l'impact de chaque variable explicative prise isolément, mais, au contraire, à révéler l'interaction entre variables, ce qui constitue sans doute leur intérêt majeur par rapport à une analyse discriminante ou à une régression des moindres carrés, qui procèdent de manière additive. En l'espèce, il s'agit de déterminer la probabilité pour les entreprises d'appartenir au groupe des firmes ayant un niveau de gouvernance d'entreprise de qualité supérieure, ce qui a nécessité de transformer les variables continues (les scores de gouvernance) en variables dichotomiques (gouvernance de qualité supérieure ou non). Les entreprises de l'échantillon ont été ainsi regroupées en deux catégories : les entreprises ayant une qualité de gouvernance limitée (scores de gouvernance compris entre 0 et 49), et les entreprises présentant une qualité de gouvernance satisfaisante voire très satisfaisante (scores de gouvernance compris entre 50 et 100). Les variables prédictives sont à la fois continues et binaires, comme le permet la méthodologie des régressions logistiques. La recherche du maximum de vraisemblance a, par ailleurs, conduit à utiliser la méthode « descendante » pour supprimer les variables non significatives à partir de la variation de la vraisemblance.

Le modèle testé est le suivant :

$$GOUVERNANCE = b_0 + b_1ZONE + b_2INDUSTRIE + b_3TAILLE + b_4PATRI + b_5RENTA$$

Avec GOUVERNANCE=CG (modèle 1), CG1 (modèle 2), CG2 (modèle 3), CG3 (modèle 4), CG4 (modèle 5).

Les tests statistiques ont été réalisés grâce au logiciel SPSS.

4. Résultats

La présentation des statistiques descriptives sera suivie de celle des tests bivariés et des régressions logit.

4.1. Statistiques descriptives

Le tableau 2 présente les moyennes et écart-types pour les différentes variables de l'étude. Interprétés à la lumière de la grille d'analyse de Vigeo, les résultats montrent que les entreprises de l'échantillon se caractérisent par une qualité de gouvernance de niveau intermédiaire, avec un score moyen de 51,46, loin malgré tout du score 60 qui témoignerait d'un engagement marqué dans ce domaine. Il est notable que les scores les plus élevés concernent l'« engagement envers les actionnaires » et l'« audit et les mécanismes de contrôle », et que le score le plus faible concerne la « détermination des rémunérations des dirigeants ». La dimension « équilibre des pouvoirs et efficacité du conseil d'administration » se situe pour sa part à un niveau moyen, avec un score de 51,46.

Tableau 2 *Statistiques descriptives*

	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
CG : Gouvernance	16,33	83,33	51,46	12,21
CG1 : Equilibre des pouvoirs et efficacité du CA	9,33	95,00	51,94	17,19
CG2 : Audit et mécanismes de contrôle	13,67	91,00	56,97	12,82
CG3 : Engagement envers les actionnaires et structure de l'actionnariat	6,00	94,67	57,23	16,61
CG4 : Détermination des rémunérations des principaux dirigeants	0	87,67	39,50	17,68
ROA : Taux de rendement des actifs	31,67	41,72	6,75	7,05

Le tableau 3 présente les principales caractéristiques de l'échantillon du point de vue de leur secteur d'activité et du modèle de gouvernance de rattachement. Le secteur manufacturier et le secteur « finances assurances », de poids équivalent, représentent de manière cumulée plus de la moitié de l'échantillon. Les entreprises de services représentent, quant à elles, un peu plus de 16% de l'ensemble. Par ailleurs, 246 entreprises, soit plus de la moitié de l'échantillon, peuvent être rattachés au modèle anglo-saxon de gouvernance, 166, soit un peu moins de 40%, au modèle européen continental, et seulement 5% au modèle nippon et asiatique.

Tableau 3 *Caractéristiques de l'échantillon*

Secteurs d'activité	N	%	Modèle de gouvernance	N	%
Agriculture, forêt, pêche, mines	51	11,75	Anglo-saxon	246	56,68
Construction	12	2,76	Européen continental	166	38,25
Secteurs manufacturiers	115	26,50	Asie	22	5,07
Transport et services publics	32	7,37			
Commerce	34	7,83			
Finances, assurances	119	27,42			
Services	71	16,36			

Total	434	100 %	Total	434	100 %
-------	-----	-------	-------	-----	-------

Les corrélations entre les variables sont présentées dans le tableau 4.

Tableau 4 *Corrélations de Pearson*

	CG	CG1	CG2	CG3	CG4	RENTA	TAILLE
CG	1	0.831***	0.708***	0.588***	0.849***	0.053	0.028
CG1	0.831***	1	0.495***	0.215***	0.585***	-0.006	0.037
CG2	0.708***	0.495***	1	0.221***	0.541***	0.047	0.138***
CG3	0.588***	0.215***	0.221***	1	0.435***	0.054	-0.054
CG4	0.849***	0.585***	0.541***	0.435***	1	0.091*	-0.012
RENTA	0.053	-0.006	0.047	0.054	0.091	1	-0.061
TAILLE	0.028	0.037	0.138***	-0.054	-0.012	-0.061	1

***/**/* Significatifs respectivement au seuil de 1 %, 5 % et 10 %

4.2. Tests bivariés

Les tests de différence de moyennes révèlent des scores de gouvernance supérieurs pour les entreprises anglo-saxonnes, qu'il s'agisse du score de gouvernance global ou de ses différentes dimensions. Leur score de gouvernance global (CG) est de 25 points supérieurs à celui des entreprises asiatiques (moyenne de 56,23 contre 30,98), et de 10 points supérieurs à celui des entreprises d'Europe continentale (moyenne de 46,94), les différences étant statistiquement significatives au seuil de 1%. Plusieurs pays se distinguent par des scores très élevés, la Grande-Bretagne (moyenne de 68,61), l'Australie (61,93), les Etats-Unis se situant pour leur part dans une position moyenne (50,53). La situation des entreprises d'Europe continentale apparaît très contrastée, sans qu'il soit possible d'établir de distinction ou de hiérarchie entre les pays d'Europe du Nord et du Sud. En Europe du Nord, des scores élevés sont constatés en Norvège (moyenne de 62,44, mais avec 3 entreprises seulement), alors qu'ils sont faibles en Suède (41,96). Les scores se situent certes, pour la plupart, en deçà de la moyenne dans certains pays

d'Europe du Sud (par exemple 41,89 en Espagne), mais certains se distinguent par des scores s'approchant de la moyenne (48,58 en Italie), la France occupant pour sa part une position intermédiaire, relativement loin toutefois de la moyenne (45,21). De manière assez surprenante, les pays emblématiques du capitalisme rhénan présentent des scores relativement limités, strictement dans la moyenne à l'instar de l'Allemagne (moyenne de 51,18). Il convient, enfin, de souligner la faiblesse des scores des entreprises implantées à Singapour (44,00) ou au Japon (27,20).

La domination des entreprises anglo-saxonnes est particulièrement marquée pour deux des quatre scores dimensionnels étudiés. D'une part, pour le score d'engagement envers les actionnaires (CG3), avec une moyenne de 60,50, contre 53,36 pour les sociétés d'Europe continentale et 50,65 pour les sociétés asiatiques de manière statistiquement significative au seuil de 1% (sauf entre l'Europe et l'Asie, où la différence est non significative). Les scores moyens de l'Europe continentale s'expliquant par des situations contrastées, très largement supérieurs à la moyenne en Autriche (74,33), en Norvège (72,22), en Allemagne (71,41), mais aussi en Espagne (62,00), alors qu'ils sont inférieurs à la moyenne en Suède (34,92), en Finlande (45,58) ou en France (48,46). La domination anglo-saxonne doit être également soulignée pour le score relatif aux mécanismes d'audit de contrôle (CG2), avec un écart certes resserré entre les entreprises anglo-saxonnes et les entreprises européennes (60,08 contre 55,64), mais plus important par rapport à l'Asie (28,89), de manière statistiquement significative au seuil de 1%. L'Europe se caractérisant, de nouveau, par un écart entre scores élevés aux Pays-Bas (67,06), en Norvège (60,56) et en Espagne (59,22), et des scores faibles au Danemark (38,17), au Portugal (40,17) et au Luxembourg (41,00).

Quant à la première dimension du score de gouvernance, équilibre des pouvoirs et efficacité du conseil d'administration (CG1), elle reproduit les ordres de grandeur du score global, d'une moyenne de 36,10 pour l'Asie à 56,18 dans les pays anglo-saxons, les entreprises européennes

occupant une position intermédiaire avec une moyenne de 47,64, les différences étant là encore statistiquement significatives au seuil de 1%. La position intermédiaire de l'Europe recouvrant des scores très contrastés, avec des moyennes certes élevées dans certains pays d'Europe septentrionale (72,00 en Norvège, 65,24 en Finlande et 55,85 en Suède), mais faibles dans d'autres (34,00 au Danemark, 35,50 en Autriche, mais avec seulement 2 entreprises implantées dans ce dernier pays), la France et l'Allemagne occupant des positions relativement défavorables (respectivement 42,63 et 43,21). Quant à la quatrième dimension de la gouvernance, rémunération des dirigeants (CG4), elle fait apparaître, de manière générale, des niveaux d'engagement des entreprises inférieurs par rapport aux dimensions précédentes, tout en confirmant la supériorité des entreprises anglo-saxonnes (moyenne de 48,18, contre 33,80 en Europe continentale et seulement 6 en Asie). Cette observation devant toutefois être nuancée par le fait que la seule différence statistiquement significative concerne l'écart entre les pays anglo-saxons et l'Asie (au seuil de 1%). La différence est non statistiquement significative entre les pays anglo-saxons et l'Europe, de même, plus surprenant, qu'entre l'Europe continentale et l'Asie. Un autre élément de relativisation à prendre en considération est le nombre relativement faible de sociétés asiatiques présentes dans l'échantillon, avec pour plusieurs d'entre elles des scores de rémunération égaux à 0. Il est toutefois intéressant de noter la grande faiblesse de ce score dans plusieurs pays d'Europe continentale, à l'instar du Luxembourg (13,33), du Danemark (16,83), de l'Espagne (17,94), d'autres parvenant à des scores plus élevés sans toutefois dépasser la moyenne, comme les Pays-Bas (47,70) ou à un niveau moindre l'Allemagne (38,71) et la France (30,04).

4.3. Analyse de régressions logit

Les différents modèles de régressions logit confortent les résultats des tests bivariés.

Les sociétés anglo-saxonnes présentent une probabilité d'engagement renforcé en matière de gouvernance d'entreprise, de manière générale (score global CG, au seuil de 1%), et pour deux dimensions en particulier, l'équilibre des pouvoirs et l'efficacité du conseil d'administration (CG1) d'une part, et l'engagement envers les actionnaires (CG3) d'autre part, au seuil de 1% également pour chacune de ces deux dimensions. Les entreprises européennes présentent pour leur part une probabilité accrue d'engagement renforcé en matière de gouvernance, s'agissant du score global et du score d'équilibre des pouvoirs et d'efficacité du conseil d'administration, au seuil de 5% dans les deux cas. En revanche, le fait d'être une entreprise implantée en Europe continentale impacte négativement la probabilité d'avoir une meilleure gouvernance en matière de mécanismes d'audit et de contrôle (CG2), au seuil de 1%. Les résultats concernant les entreprises de la zone Asie, pour leur part, sont non statistiquement significatifs pour la plupart, à l'exception du modèle 3 (CG2), qui fait apparaître une probabilité significative (au seuil de 1%) d'influence négative sur la qualité de la gouvernance en matière de mécanismes d'audit et de contrôle.

L'impact des autres variables est relativement limité. L'influence de l'appartenance sectorielle est assez réduite. Les entreprises du secteur financier et des assurances présentent une probabilité significative d'avoir un score de gouvernance supérieur en matière d'équilibre des pouvoirs et d'efficacité du conseil d'administration (CG1), au seuil de 5%, mais inférieure pour ce qui est des mécanismes d'audit et de contrôle (CG2). L'appartenance au secteur de la construction (IND2) impacte positivement la probabilité de présenter un score de gouvernance plus élevé en matière d'engagement envers les actionnaires (CG3), au seuil de 10%, de même que l'appartenance au secteur des transports (IND4) sur la même dimension, au seuil de 5%. La taille des entreprises, pour sa part, accroît la probabilité d'un engagement plus marqué en matière de gouvernance (au seuil de 10% sur le score de gouvernance global), et tout particulièrement en matière d'équilibre des pouvoirs et d'efficacité du conseil d'administration (CG1), au seuil de

1%. Quant à la nature patrimoniale de l'entreprise, elle exerce une influence négative sur la probabilité d'avoir des scores de gouvernance supérieurs, global (CG) et d'équilibre des pouvoirs et d'efficacité du conseil d'administration (CG1), au seuil de 1%. Enfin, le niveau de rentabilité de l'entreprise apparaît sans influence sur la probabilité de présenter des scores de gouvernance supérieurs.

Tableau 5 Scores de gouvernance par dimension et par pays

	N	CG : Gouvernance score global	CG1 : Equilibre des pouvoirs et efficacité du CA	CG2 : Audit et mécanismes de contrôle	CG3 : Engagement envers les actionnaires et structure de l'actionariat	CG4 : Détermination des rémunérations des principaux dirigeants
Allemagne	25	51,18	43,21	55,29	71,41	38,71
Australie	5	61,93	70,47	55,27	63,40	53,47
Autriche	2	46,50	35,50	44,17	74,33	37,50
Belgique	6	47,20	43,40	56,80	57,07	34,67
Canada	22	53,04	59,15	61,52	51,09	36,51
Danemark	3	34,50	34,00	38,17	47,83	16,83
Espagne	9	41,89	32,96	59,22	62,00	17,94
Etats-Unis	142	50,53	47,48	57,64	55,03	43,37
Finlande	11	51,03	65,24	56,85	45,58	29,45
France	45	45,21	42,63	60,83	48,46	30,04
Grande Bretagne	70	68,61	71,92	65,37	73,99	62,14
Irlande	6	54,83	54,94	53,61	66,27	44,39
Italie	8	48,58	54,75	53,42	52,62	31,58
Japon	18	27,20	30,09	22,80	52,35	2,07
Luxembourg	2	39,50	39,50	41,00	64,00	13,33
Norvège	3	62,44	72,00	60,56	72,22	41,33
Nouvelle Zélande	1	60,67	76,67	74,67	63,67	19,67
Pays-Bas	11	56,61	60,57	67,06	49,12	47,70
Portugal	2	43,16	39,00	40,17	68,00	27,50
Singapour	4	44,00	56,42	48,67	45,67	19,92

Suède	17	41,96	55,85	46,78	34,92	23,67
Suisse	22	46,85	50,79	55,85	47,86	30,50

Tableau 6 Scores de gouvernance par zone – tests bivariés

	Europe continentale	Pays anglo- saxons	Asie	Test t Europe/ Anglo- saxons	Test t Anglo- saxons/ Asie	Test t Europe/Asie
CG : Gouvernance – score global	46,94	56,23	30,98	-8,893***	-10,019***	-6,639***
CG1 : Equilibre des pouvoirs et efficacité du CA	47,64	56,18	36,10	-5,269***	-5,169***	-3,062***
CG2 : Audit et mécanismes de contrôle	55,64	60,08	28,89	-4,049***	-14,041***	-7,899***
CG3 : Engagement envers les actionnaires et structure de l'actionnariat	53,36	60,50	50,65	-4,466***	-3,001***	-0,864
CG4 : Détermination des rémunérations des principaux dirigeants	33,80	48,18	6,00	-12,468	-13,485***	-7,050
***/**/* Significatifs respectivement au seuil de 1 %, 5 % et 10 %						

Tableau 7 Régressions logit - Analyse explicative des scores de gouvernance

VARIABLES	MODELE 1 CG	MODELE 2 CG1	MODELE 3 CG2	MODELE 4 CG3	MODELE 5 CG4
CONSTANT	-3.377*** 11.931	-3.705*** 16.299	2.498*** 99.409	0.239 2.307	-21.203 0.000
EUR	1.960** 6.525	1.628** 6.171	-1.596*** 33.756		18.945 0.000
ANGLO	3.103*** 16.627	2.382*** 13.529		0.813*** 14.402	20.831 0.000
ASIE			-4.566*** 33.606		
IND1					
IND2				1.318* 2.279	
IND3					
IND4				1.147** 5.138	
IND5					
IND6		0.568** 5.443	-0.972*** 12.016		
IND7					
TAILLE	0.267* 3.520	0.429*** 8.527			
PATRI	-0.735*** 7.411	-0.770*** 8.200			
RENTA					
Chi-2	64.745***	51.315***	83.834***	20.835***	66.706***
-2 log lik.	534.831	549.221	387.091	520.416	437.199

Tableau 8 Résultats des tests d'hypothèses

Hypotheses	Résultats
<i>Hypothèse 1 Aucun système de gouvernance ne peut être considéré comme supérieur à un autre</i>	Rejetée
<i>H1.1. Il n'existe pas de différences dans les scores de gouvernance entre les pays anglo-saxons et l'Europe continentale</i>	Rejetée
<i>H1.2. Il n'existe pas de différences dans les scores de gouvernance entre les pays anglo-saxons et l'Asie</i>	Rejetée
<i>H1.3. Il n'existe pas de différences dans les scores de gouvernance entre l'Europe continentale et l'Asie</i>	Rejetée

5. Discussion et conclusion

Les résultats font apparaître, de manière nette, une supériorité des entreprises anglo-saxonnes en matière de gouvernance d'entreprise, dans les différentes dimensions qui la constituent, en particulier pour ce qui est de l'engagement envers les actionnaires, de l'équilibre des pouvoirs et de l'efficacité du conseil d'administration, et des mécanismes d'audit et de contrôle. Ils montrent que les entreprises d'Europe continentale sont en retrait sur ces différentes dimensions, l'écart de scores avec les entreprises anglo-saxonnes étant compris entre 5 (mécanismes d'audit et de contrôle) et 8,5 (équilibre des pouvoirs et efficacité du conseil d'administration). Ils tendent à montrer, enfin, que les sociétés appartenant à la zone Asie présentent des scores de gouvernance très inférieurs à la moyenne, mais aussi très largement en-deçà de ceux des entreprises anglo-saxonnes et d'Europe continentale, quelle que soit la dimension envisagée, même si la prudence s'impose dans l'interprétation des résultats compte tenu du nombre d'entreprises asiatiques composant l'échantillon et des scores très faibles obtenus par certaines d'entre elles qui orientent très fortement à la baisse les résultats de l'ensemble.

Plusieurs séries d'arguments sont susceptibles d'éclairer ces constats, de manière positive (supériorité du modèle anglo-saxon), ou négative (infériorité du modèle continental et du modèle asiatique). En premier lieu, les différences de score observées accréditeraient l'idée d'une force régulatrice et d'une « main invisible » exercées par les marchés financiers sur les entreprises ; dans les sociétés au capital dilué, aucun actionnaire ne s'imposant, ce serait par conséquent les marchés financiers qui exerceraient un effet disciplinaire sur les dirigeants, (Tirole, 2001). Cette interprétation tendrait à être confirmée par un autre de nos résultats, selon lequel la nature patrimoniale et familiale des entreprises influencerait négativement la probabilité d'avoir une meilleure gouvernance. La protection importante des petits porteurs et

actionnaires minoritaires caractérisant le modèle anglo-saxon serait l'un des facteurs explicatifs de la supériorité du modèle « outsider » (Brédart, 2013). En second lieu, les résultats de cette recherche tendraient à souligner les limites, au moins relatives, du modèle partenarial, « insider ». A l'inverse des arguments avancés par Blair (1995), la recherche de satisfaction des intérêts de l'ensemble des partenaires ne permettrait pas d'accroître l'efficacité de la firme. La concentration de l'actionnariat et la domination dans le capital de familles, de banques ou d'Etats, conduirait à des décisions non nécessairement conformes aux intérêts de l'ensemble des actionnaires. Instance privilégiée de gouvernance d'entreprise, le conseil d'administration des entreprises au capital concentré est placé, par nature, sous l'influence d'actionnaires dominants qui veillent, avant tout, à préserver voire renforcer leur pouvoir dans le capital et le management : face à leur influence, le ou les contre-pouvoirs se trouveraient ainsi fortement atténués. Enfin, les scores obtenus par les entreprises nippones et asiatiques confirmeraient les dysfonctionnements mis en exergue de longue date dans la gouvernance de ces entreprises. Ils s'expliqueraient, d'une part, par les phénomènes d'autocontrôle rendus possibles par les défaillances des principaux mécanismes de gouvernance : des assemblées générales d'actionnaires au rôle limité, des conseils d'administration de grande taille, comportant peu d'administrateurs externes et dont le président dispose d'un faible pouvoir, des auditeurs statutaires nommés *de facto* par les dirigeants, des commissaires aux comptes à l'indépendance relative (Yoshimori, 1998). Ils s'expliqueraient, d'autre part, par les défaillances de l'autorité réglementaire, les liens étroits entretenus par le « pantouflage » des hauts fonctionnaires entre le secteur financier et le ministère des finances, empêchant de fait l'autorité de remplir son rôle (Yoshimori, 1998). Autant de faiblesses qui limiteraient la portée des avantages reconnus du modèle japonais et asiatique de gouvernance : le consensus établi sur la primauté accordée à l'ensemble des parties prenantes, au premier rang desquels les salariés, et pas seulement les actionnaires ; le

compromis équilibré entre contribution, risque, récompense et contrôle ; la réduction du risque et des coûts de faillite ; un horizon de gestion à long terme (Yoshimori, 1998).

Sur le plan académique, les résultats obtenus ont d'autant plus de force que les différentes dimensions de la gouvernance sont évaluées avec précision et qu'ils sont obtenus sur un vaste échantillon d'entreprises, réparties sur trois grandes zones géographiques à travers le monde. Les conclusions suggèrent néanmoins plusieurs voies de recherche futures. Une analyse fine des explications juridiques, politiques, concurrentielles, institutionnelles, à la coexistence des systèmes de gouvernance différenciés impliquerait de mener une étude approfondie, par pays, de l'environnement institutionnel, légal et réglementaire des entreprises, en particulier en matière de protection des actionnaires et des salariés. Elle impliquerait également une analyse fine de la structure d'actionnariat des entreprises pour apprécier leur caractère diffus ou concentré, et en leur sein la place occupée par les banques, les investisseurs institutionnels et les Etats. Ces variables permettraient de mettre en évidence, le cas échéant, des différences au sein même des modèles de gouvernance européen, anglo-saxon et asiatique, par exemple entre la tradition française et la tradition germano-scandinave pour reprendre la distinction opérée par La Porta et *al.* (1998). L'appréhension de ces dimensions permettrait de dépasser le caractère par trop simplificateur de l'opposition entre le modèle « *market-based* » et le modèle « *stakeholder* », entre le modèle « *outsider* » et le modèle « *insider* » (Becht, 2004), pour caractériser plus finement les éléments d'hybridation entre systèmes (Jackson et Moerke, 2005), combinant pratiques locales et nouveaux modèles issus fréquemment d'autres contextes institutionnels (Yoshikawa et Rasheed, 2009). L'analyse des différences au sein même des pays, entre sociétés cotées et sociétés non cotées, entre grandes entreprises et entreprises de taille intermédiaire, entre les différentes industries, serait également riche d'enseignements. Afin de répondre à ces différentes préoccupations, la mise en œuvre d'une méthodologie qualitative, fondée sur des études de cas, permettrait assurément de mieux

appréhender la complexité des dimensions et variables de gouvernance dans un contexte international. En outre, la réalisation d'une étude longitudinale sur une longue période, reposant sur la réalisation d'études de cas comparatives entre pays et modèle de gouvernance, serait particulièrement indiquée pour confirmer ou non le mouvement de convergence. Enfin, cette recherche devrait trouver son prolongement, d'une part, dans l'élargissement des dimensions de la gouvernance étudiées, par la prise en compte de mécanismes de gouvernance internes et externes, spécifiques et non spécifiques, intentionnels et non intentionnels (Charreaux, 1997), et, d'autre part, dans l'analyse des relations entre performance des systèmes de gouvernance et valeur et performances des entreprises, à la suite des travaux de Hermalin et Weisbach (1998) et plus récemment de Krafft et *al.* (2013). En particulier, la question de l'endogénéité dans l'analyse des relations entre gouvernance et performance appelle des investigations complémentaires (Denis, 2001 ; Krafft et *al.*, 2013).

Sur le plan managérial, la recherche souligne la nécessité d'une amélioration des systèmes de gouvernance européen et asiatique. Les entreprises d'Europe continentale doivent s'assigner pour objectif d'améliorer les différentes dimensions de leur gouvernance, en priorité celles pour lesquelles elles obtiennent des scores inférieurs à ceux des entreprises anglo-saxonnes ou inférieurs à la moyenne, à savoir l'équilibre du pouvoir et l'efficacité du conseil d'administration, d'une part, et la rémunération des dirigeants, d'autre part. L'un des enjeux pour les entreprises européennes est, sans conteste, de se doter de conseils dont les membres ont l'expertise et l'indépendance nécessaires pour agir dans le meilleur des intérêts des entreprises : définir la stratégie et les orientations générales, exercer un réel contrôle sur le management par des mécanismes appropriés et veiller à la protection des intérêts des actionnaires minoritaires. A côté de ces fonctions traditionnelles, les conseils doivent également assurer, comme les y incitent les *Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE* (2015), la surveillance des principales acquisitions et cessions d'actifs réalisées

par l'entreprise et l'intégrité des systèmes de comptabilité et de communication financière, ou encore la surveillance de la gestion des risques, la planification fiscale et le contrôle interne.

Les sociétés européennes doivent également veiller à améliorer la qualité de la politique de rémunération des dirigeants, qui n'obéit pas toujours à des considérations guidées par la rationalité économique. L'objectif d'incitation à la performance doit être réaffirmé et le lien avec la performance garanti. Une transparence renforcée devrait jouer un rôle positif à cet égard : les *Principes de gouvernance du G20 et de l'OCDE (2015)* invitent ainsi les assemblées générales annuelles des actionnaires à se prononcer sur la rémunération des administrateurs et/ou des principaux dirigeants, et notamment sur la composante en actions de la rémunération des administrateurs, des principaux dirigeants et des salariés, les actionnaires étant directement intéressés par la manière dont les rémunérations sont liées aux résultats de la société lorsqu'ils évaluent les compétences du conseil d'administration.

Par ailleurs, les entreprises d'Europe continentale doivent s'efforcer de réduire l'écart de scores avec les sociétés anglo-saxonnes en matière d'engagement envers les actionnaires. Comme l'énonce l'OCDE (2015), les droits élémentaires des actionnaires doivent comprendre le droit de « bénéficier de méthodes fiables d'enregistrement de leurs titres », de « pouvoir céder ou de transférer des actions », « d'obtenir en temps opportun et de façon régulière des informations pertinentes et significatives sur la société », de « participer et de voter aux assemblées générales des actionnaires », « d'élire et de révoquer les administrateurs » et « d'être associés au partage des bénéfices de la société ». Il doit, en outre, être obligatoire de « rendre publics les structures du capital et les dispositifs de contrôle » et le fonctionnement efficace et transparent des marchés du contrôle des sociétés doit être garanti (OCDE, 2015).

Un autre point d'amélioration concerne les mécanismes d'audit et de contrôle, et notamment l'indépendance des auditeurs et leur responsabilité vis-à-vis des actionnaires. L'OCDE (2015) rappelle à cet égard les *Principles of Auditor Independence and the Role of*

Corporate Governance in Auditor's Independence de l'OICV (Organisation Internationale des Commissions de Valeurs), qui précisent que « les normes d'indépendance des auditeurs doivent définir un corps de principes, conforté par un ensemble d'interdictions, de restrictions, d'autres mesures ou procédures ainsi que d'obligations de publicité, qui traite à tout le moins des menaces suivantes pesant sur cette indépendance : l'intérêt personnel, l'autocontrôle, la défense d'une cause particulière, les liens de familiarité et l'intimidation » .

Le système de gouvernance asiatique, pour sa part, doit évoluer dans le sens d'une plus grande indépendance des conseils d'administration et d'un renforcement des fonctions d'audit et de surveillance dans les entreprises, en vue d'une plus grande création de valeur. Différentes initiatives ont été prises au cours des années récentes afin de pallier les dysfonctionnements identifiés : le Japon a ainsi publié le 26 février 2014, par l'intermédiaire de sa *Financial Services Agency*, un code intitulé *Principles for Responsible Institutional Investors « Japan's Stewardship Code » – To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue*, qui énonce différents principes, notamment celui qui recommande aux investisseurs institutionnels de rendre compte publiquement de la manière dont ils assument leur « responsabilité d'intendance ». Le Japon s'est également doté, le 1^{er} juin 2015, d'un code de gouvernance pour les sociétés cotées, le *Japan's Corporate Governance Code Seeking Sustainable Corporate Growth and Increased Corporate Value over the Mid- to Long-Term*, organisé autour de cinq axes : garantir les droits et le traitement égal des actionnaires, développer la coopération avec les parties prenantes non actionnaires, assurer la diffusion de l'information et la transparence, les responsabilités du conseil d'administration, et le dialogue avec les actionnaires. Le caractère non contraignant des principes énoncés – les sociétés devant s'attacher, précise le code, à respecter davantage l'esprit que le texte –, tend toutefois à en atténuer la portée à court terme.

En définitive, les résultats de la présente recherche, en soulignant la supériorité des scores de gouvernance des entreprises rattachées au modèle anglo-saxon, en suggérant aussi l'adoption de principes de « bonne gouvernance » sur le fondement de référentiels communs, tendent à accréditer l'idée d'une convergence des systèmes et des pratiques. Ils n'excluent pas pour autant l'idée d'une pluralité de modèles de gouvernance susceptibles de coexister compte tenu de la prégnance des différences institutionnelles. Ils n'excluent pas non plus l'hypothèse d'une hybridation des systèmes de gouvernance par combinaison d'éléments empruntés à des modèles distincts. Dans ce domaine comme dans d'autres, la question de l'ampleur et de l'intensité de la convergence reste posée et, *in fine*, celle de la dualité et de la dialectique de la globalisation.

Bibliographie

Aglietta M., Rebérioux R. (2005). *Corporate Governance Adrift: A Critique of Shareholder Value*, Cheltenham, UK Edward Elgar Publishing.

Aguilera R. et Cuervo-Cazzura A. (2004), « Codes of Good Governance Worldwide : What Is the Trigger ? », *Organization Studies*, vol. 25, n° 3, p. 415-443.

Alchian A.A., Demsetz H. (1972). « Production, Information Costs, and Economic Organization », *American Economic Review*, 62, December, p. 777-795.

American Law Institute & American Bar Association (1993). *Principles of Corporate Governance – Analysis and Recommendations*.

Anderson R.C., Reeb D.M. (2003). « Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 », *Journal of Finance*, vol. 58, n°3, p. 1301-1328.

Aoki M. (1984). *The Cooperative Game Theory of the Firm*, Oxford University Press.

Aoki M. (2001). *Toward a Comparative Institutional Analysis*, MIT Press.

Bainbridge S. M. (1997), « Community and Statism: A Conservative Contractarian of Progressive Corporate Law Scholarship », *Cornell Law Review*, vol. 82, n° 4, May, p. 856-904.

Baird P.L., Geylani P. C., Roberts J.A (2012). « Corporate Social and Financial Performance Re-Examined: Industry Effects in a Linear Mixed model Analysis », *Journal of Business Ethics*, 109, p. 367-388.

Bebchuk L., Cohen A., Ferrell A. (2008). « What Matters in Corporate Governance? », *Review of Financial Studies*, 22, p. 783-827.

Bebchuk L., Roe M. (1999). « A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance », *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*. Paper 266.

- Bebchuk L., Weisbach M. S. (2010). « The State of Corporate Governance Research », *Review of Financial Studies*, 23 (3), p. 939–961.
- Becht M. (2004). « Current Issues in European Corporate Governance », *in* La grande Europe, éditions de l'Université de Bruxelles, p. 185-197.
- Berglöf E (1990). « Capital Structure as a Mechanism of Control: a Comparison of Financial Systems », *in* Aoki M., Gustafsson B., Williamson O.E., *The Firm as a Nexus of Treaties*, Sage, p. 237-262.
- Berle A.A. (1932). « For Whom Corporate Managers are Trustees: a Note », *Harvard Law Review*, 45 (8), June, p. 1365-1373.
- Berle A., Means G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- Bingham J.B., Dyer G.D., Smith I., Adams G.L. (2011). « A Stakeholder Identity Orientation Approach to Corporate Social Performance in Family Firms », *Journal of Business Ethics*, vol. 99, p. 565-585.
- Blair M. (1995). *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Washington, DC: The Brookings Institution.
- Blair M.M., Stout L.A. (1999). « A Team Production Theory of Corporate Law », *Virginia Law Review*, vol. 85, n° 2, p. 247-328.
- Bolton P., Von Thadden E.L. (1998). « Blocks, Liquidity, and Corporate Control », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 1, p. 1-25.
- Brédart X. (2013), « Vers une uniformisation des modèles de gouvernance ? », *Gestion 2000*, septembre-octobre, p. 33-48.
- Caby J., Hirigoyen G., Prat dit Hauret C. (2013). *Création de valeur et gouvernance de l'entreprise*, Paris, Economica.

Cadbury Report, *Financial Aspects of Corporate Governance*. The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co, December.

1992.

Charreaux G. (1997), « Modes de contrôle des dirigeants et performance des firmes », in G. Charreaux, *Le gouvernement des entreprises*, Paris, Economica.

Chng, C. K. et Y. T. Mak (2000). *Corporate Governance Practices and Disclosures in Singapore: an update*, The NUS Business School, National University of Singapore.

Claessens S., Djankov S. et Lang L. (2000). « The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations », *Journal of Financial Economics*, 58, n°1-2, p. 81-112.

Coase R.H. (1960). « The Problem of Social Cost », *Journal of Law and Economics*, Vol. 3 October, p. 1-44.

Cochran P. et Wartick S. (1988). *Corporate Governance: a Review of the Literature*, Financial Executives Research Foundation, Morristown, New Jersey.

Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (Coso) (2013). *Internal Control Integrated Framework*.

Core J., Guay W., Rusticus T. (2006). « Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations », *The Journal of Finance*, 61, p. 655-687.

Dallas L.L. (2004). « Corporate Ethics in the Healthcare Marketplace », *Seattle Journal for Social Justice*, vol. 3, n°1, November, p. 213-227.

Dalton D., Kesner I. (1987). « Composition and CEO duality in boards of directors: An international perspective », *Journal of International Business Studies*, 18, p. 33-42.

Demsetz H. (1967), « Toward a Theory of Property Rights », *American Economic Review*, Vol 57, May, p. 347-359.

- Demsetz H., Villalonga B. (2001). « Ownership structure and corporate performance », *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, p. 209-33.
- Denis D. (2001). « Twenty-five Years of Corporate Governance Research and Counting », *Review of Financial Economics*, 10, p. 191-212.
- Denis D., McConnell J. (2003), « International Corporate Governance », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, p. 1-36.
- Dittmar A., Marht-Smith J., Servaes H. (2003). « International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, n°1, mars, p. 111-133.
- Dodd E. M. (1932). « For Whom Corporate Managers are Trustees? », *Harvard Law Review*, 45 (7), May, p. 1145-1163.
- Donaldson T., Preston L.E. (1995). « The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications », *Academy of Management Review*, vol. 20, n°1, January, p. 65-91.
- Drobetz W., Schillhofer A., Zimmermann H., (2004), « Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany », *European Financial Management*, 10, p. 267-293.
- Dyck A., Zingales L., « Private Benefits of Control: An International Comparison », *The Journal of Finance*, Vol. 59, N° 2, April 2004, p. 537–600.
- Dyer D.G., Whetten D.A. (2006). « Family Firms and Social Responsibility », *Entrepreneurship Theory and Practice*, November, p. 785-802.
- Fama E. (1980). « Agency Problems and the Theory of the Firm », *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, N° 2, Apr., p. 288-307.
- Fama E., Jensen M.C. (1983). « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, June, p. 301-325.

Financial Services Agency (2014). « Principles for Responsible Institutional Investors « Japan's Stewardship Code » – To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue », 26 février.

Fiss P.C., Edward J., Zajac E.J. (2004). « The Diffusion of Ideas Over Contested Terrain: The (Non)Adoption of a Shareholder Value Orientation among German Firms », *Administrative Science Quarterly*, 49, p. 501-534.

Franks J., Mayer C.A. (1992). *Synthesis of the international evidence*, London Business School, Working Paper.

Franks J., Mayer C., Rossi S. (2002). « The Origination and Evolution of Ownership and Control of the Corporation », Working Paper, London Business School.

Furubotn E.G., Pejovich S. (1972), « Property Rights and Economic Theory: a Survey of Recent Literature », *Journal of Economic Literature*, 10 (4), p. 1137-1162.

Galbraith J.K. (1967). *The New Industrial State*, Boston, Houghton Mifflin Company.

Gillette A., Noe T., Rebello M., 2003, « Corporate Board Composition, Protocols, and Voting Behavior: Experimental Evidence », *Journal of Finance*, 58, p. 1997-2031.

Goergen M. (2007). « What do We Know about Different Systems of Corporate Governance? », *Journal of Corporate Law Studies*, 8(1), p. 1-15.

Goergen M., Martynova M., Renneboog L. (2005). « Corporate governance convergence: Evidence from takeover regulation reforms in Europe », *Oxford Review of Economic Policy*, 21, p. 243-268.

Gilson R.J., (2000). « Globalizing corporate governance: Convergence of form or function », Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, Working paper n°174.

Gompers P., Ishii J., Metrick A. (2003). « Corporate governance and equity prices », *The Quarterly Journal of Economics*, 118, p. 107–155.

Greenbury R. (1995). Directors Remuneration. *Report of a Study Goup* chaired by Sir Richard Greenbury, 17 July.

Greenfield K., Smith D.G. (2007). « Debate: Saving the World with Corporate Law? », Boston College Law School, Digital Commons @ Boston College Law School, Boston College Law School Faculty Papers, p. 1-23.

Guillèn M.F. (2001). « Is Globalization Civilizing, Destructive or Feeble? A Critique of Five Key Debates in the Social Science Literature », *Annual Review of Sociology*, vol. 27, p. 235-260.

Hall P.A., Soskice D. (2001). *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press.

Hampel Report (1998). *Commitee on Corporate Governance*, January.

Hansmann H., Kraakman R. (2001). « The End of History for Corporate Law », *Georgetown Law Journal*, vol. 89, 439-468.

Hermalin B., Weisbach M. (1998). « Endogenously chosen Boards of Directors and their Monitoring of the CEO », *American Economic Review*, 88, p. 96-118.

Higgs D. (2003). *Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors, Report*, January.

Hirigoyen G. (2004). « Approche comparative des modes de gouvernance en Europe », in *Mélanges en l'honneur du Professeur Gautron*, « Les dynamiques du droit européen en début de siècle », Éditions Pédone.

Hofstede G., Bollinger D. (1987). *Les différences culturelles dans le management : comment chaque pays gère-t-il ses hommes ?*, Editions d'Organisation.

Hyafil A. (1996). « Systèmes financiers et systèmes de gouvernance », Cahier de recherche du groupe HEC, n°576.

- Jackson G., Moerke A. (2005). « Continuity and Change in Corporate Governance : Comparing Germany and Japan », *Corporate Governance : An International Review*, 13, p. 351-361.
- Jacoby S.M. (2007). *The Embedded Corporation: Corporate Governance and Employment Relations in Japan and the United States*, Princeton University Press.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976). « Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, October, p. 305-360.
- Jensen M., Murphy K. J. (1990a). « Performance Pay and Top-Management Incentives », *Journal of Political Economy*, 98(2), p. 225-264.
- Jensen, M. and K. J. Murphy (1990b). « CEO Incentives: It's Not *How Much*, but *How* », *Harvard Business Review*, May/June, p. 64-76.
- Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (2000). « Tunneling », *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90, p. 22-27.
- Johnson L.P.Q. (1993). « New Approaches to Corporate Law », *Washington and Lee Law Review*, vol. 50, n°4, p. 1713-1723.
- Khanna T., Palepu K. (2004). « Globalization and Convergence in Corporate Governance: Evidence from Infosys and the Indian Software Industry », *Journal of International Business Studies*, vol. 35, p. 484-507.
- Khanna T., Kogan J., Palepu K. (2006). « Globalization and Disimilarities in Corporate Governance : A Cross-Country Analysis », *The Review of Economics and Statistics*, 88, p. 69-90.
- Krafft J., Qu Y., Ravix J.L. (2011). « Gouvernance d'entreprise et performances sectorielles : une réévaluation de la fiabilité des scores et des mesures de bonne gouvernance ». *Economie et Prévision*, Minefi - Direction de la prévision, 197-198 (1/2), p. 145-158.

Krafft J., Qu Y., Quatraro F., Ravix J.L., « Corporate Governance, Value and Performance of Firms: New Empirical Results on Convergence from a Large International Database », *Industrial and Corporate Change*, vol. 23, n°2, p. 361-397.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1998). « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n°6, p. 1113-1155.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (1999). « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, n°2, p. 471-517.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W. (2000). « Investor Protection and Corporate Governance », *Journal of Financial Economics*, 58, p. 13-27.

Lee J.Y. (2011). *La gouvernance d'entreprise et l'hybridation : le cas de l'Asie*, Doctorat ès sciences économiques, Université de Bordeaux, 15 juin.

Marris R. (1964). *The Economic Theory of "Managerial Capitalism"*, Londres, MacMillan.

Millon D.K. (1993), « Communitarians, Contractarians, and the Crisis in Corporate Law », *Washington and Lee Law Review*, vol. 50, n° 4, p. 1373-1393.

Mitchell L.E. (2001). *Corporate Irresponsibility – America's Newest Export*, Yale University Press, New Haven, Connecticut.

Morck R., Shleifer A., Vishny R. (1988). « Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, 20, 1/2, p. 293-315.

Narayanan M.P (1996). « Form compensation and managerial decision horizon », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol 31, n°4 december, p 467-493.

North D.C. (2005). *Understanding the Process of Economic Change*, Princeton, Princeton University Press.

O'Byrne S. (1995). « Total Compensation Strategy », *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 8, n° 2, Summer, p. 77-86.

OCDE (2015). *Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE, Rapport de l'OCDE aux ministres des Finances et aux gouverneurs des banques centrales du G20*, septembre.

Pagano M., Volpin P. (2000). *The Political Economy of Corporate Governance*, CSEF Working Paper n° 29 and CEPR Discussion Paper n° 2682.

Palepu K., Khanna T., Kogan J. (2002). « Globalization and Similarities in Corporate Governance : A Cross-Country Analysis », Working Paper, Harvard University.

Pearce J.A., Zahra S.A. (1991). « The Relative Power of the CEOs and Boards of Directors: Associations with Corporate Performance », *Strategic Management Journal*, 12(2), p. 135-153.

Pigé B. (2010). *Audit et contrôle interne, Management et société*.

Plihon D., Ponssard J.P., Zarlowski P., (2001). « Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise ? Une hypothèse de double convergence », *Revue d'économie financière*, juillet 2001, p. 5-21.

Roe M. (2000). « Political Foundations for Separation Ownership from Control », *Stanford Law Review*, vol. 53, december, p. 539-606.

Roe M. (2001), *The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization*, Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series, November.

Reese Jr. W. A., Weisbach M. S. (2002), « Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings », *Journal of Financial Economics*, 66, p. 65-104.

Roe M. J. (2006). « Legal Origins, Politics, and Modern Stock Markets », *Harvard Law Review*, 120, 462–527.

Rotman L.I. (2010), « Debunking the « End of History » », *Boston College International and comparative Law Review*, vol. 33, n° 2, p. 219-272.

Rubinstein M. (2002). « Le débat sur la gouvernement d'entreprise en France : un état des lieux », *Revue d'économie industrielle*, vol. 98, 1^{er} trimestre, p. 7-28.

Shleifer A., R. Vishny (1997). « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, 52, 737-783.

Smith Report (2003). *Audit Committees Combined Code Guidance*, January.

Stearns L.B., (1994). « Reviewed Work: Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization. by Michael Useem », *Administrative Science Quarterly*, Vol. 39, No. 1, p. 175.

The Stock Exchange of Hong Kong (1989), *Code of Best Practice*, december.

Tokyo Stock Exchange (2015). « Japan's Corporate Governance Code Seeking Sustainable Corporate Growth and Increased Corporate Value over the Mid- to Long-Term », June.

Tirole J. (2001). « Corporate Governance », *Econometrica*, vol. 69, n°1, p. 1-35.

Turnbull Report (2005). *Financial Reporting Council. Internal Control. Revised Guidance for Directors on the Combined Code*, October 2005.

Useem M. (1993). *Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization*, Cambridge, MA: Harvard University Press.

Viénot M. (1995, 1999), «Le conseil d'administration des sociétés cotées », Rapport du groupe de travail CNPF/AFEP.

Yoshikawa T., Rasheed A.A. (2009). « Convergence of Corporate Governance: Critical Review and Future Directions », *Corporate Governance : An International Review*, vol. 17, n°3, p. 388-404.

Yoshimori M. (1998). « La gouvernance des entreprises au Japon : les causes de son dysfonctionnement », *Finance, Contrôle Stratégie*, vol. 1, n°4, décembre, p. 137-165.

Williamson O.E. (1964). *The Economics of Discretionary Behaviour*, Prentice-Hall, New York.

Zingales L. (2000), « In Search of New Foundations », *The Journal of Finance*, vol. 55, n°4, August, p. 1623-1653.