



Les effets des liens personnels interconseils sur la performance de l'entreprise : une analyse comparée entre France et Allemagne

Enrico Prinz

► To cite this version:

Enrico Prinz. Les effets des liens personnels interconseils sur la performance de l'entreprise : une analyse comparée entre France et Allemagne. Gestion et management. Université de Bourgogne; Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg, 2010. Français. <NNT : 2010DIJOE004>. <tel-00575613>

HAL Id: tel-00575613

<https://theses.hal.science/tel-00575613v1>

Submitted on 10 Mar 2011

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.



HAL Authorization



UNIVERSITÉ DE BOURGOGNE
Faculté de Sciences Économiques et de Gestion
- Institut d'Administration des Entreprises -



**MARTIN-LUTHER-UNIVERSITÄT
HALLE-WITTENBERG**
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
- Wirtschaftswissenschaftlicher Bereich -

Les effets des liens personnels interconseils sur la performance de l'entreprise : une analyse comparée entre France et Allemagne

**Thèse en cotutelle présentée en vue de l'obtention du
Doctorat ès Sciences de Gestion**

Par Enrico PRINZ

02 juillet 2010

Membres du Jury :

Directeurs de Thèse :

Monsieur le Professeur Gérard CHARREAUX
Université de Bourgogne (France)

Monsieur le Professeur Martin KLEIN
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg (Allemagne)

Rapporteurs / Suffragants :

Monsieur le Professeur Gerhard KRAFT
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg (Allemagne)

Monsieur le Professeur Alain SCHATT
Université de Bourgogne (France)

Monsieur le Professeur Joachim SCHWALBACH
Humboldt-Universität zu Berlin (Allemagne)

Monsieur le Professeur Peter WIRTZ
Université Lyon II (France)

Résumé de la thèse

Bien que le thème des liens interconseils fasse régulièrement l'objet de discussions supposant un effet disciplinaire négatif du cumul de mandats, l'inventaire de la littérature empirique ne permet pas d'obtenir une image claire concernant l'impact des réseaux d'administrateurs sur la performance des entreprises liées. La divergence des résultats s'explique tant par la mobilisation de grilles théoriques négligeant des éléments importants des liens personnels, que des divers critères utilisés pour mesurer la création de valeur. Dans l'objectif d'obtenir des réponses plus concluantes concernant l'impact du partage d'administrateurs communs sur la création de valeur de la firme, nous avons modélisé, à l'aide d'une structure théorique « bi-céphale », les contributions potentielles des liens interconseils à la performance. Notre modèle repose sur la théorie synthétique de la gouvernance. Il mobilise deux voies d'intervention disciplinaire (la surcharge temporelle des « cumulards » et l'effet de réputation exercé par le marché du travail des administrateurs externe) et trois leviers cognitifs (l'apport d'informations et de connaissances, l'apport de compétences généralistes et spécifiques, ainsi que leur combinaison et l'exploitation). À ces facteurs s'ajoutent différentes variables médiatrices et de contrôle.

Pour tester la validité de notre modèle, nous avons mené une étude empirico-comparative des liens interconseils existant entre les plus grandes entreprises françaises et allemandes, observés sur la période 2001-2005. Dans la partie descriptive, nous avons examiné, tant pour un échantillon bi-national que pour des sous-échantillons, les caractéristiques des réseaux d'administrateurs contemporains de part et d'autre du Rhin. La partie empirique teste, à l'aide de régressions en données de *panel*, l'influence des liens sur deux mesures de performance (un critère *ex ante* et un indicateur *ex post*). Les tests montrent que les effets de liens interconseils varient selon le type de mandats cumulés. De surcroît, le modèle confirme les contributions supposées importantes des administrateurs multimandats en termes cognitifs et leur impact majoritairement favorable sur la création de valeur. L'anticipation des effets des liens interconseils par les marchés s'avère plus forte que ce que montre l'analyse de leur influence sur la mesure de performance *ex post*.

Mot clés : gouvernance des entreprises, réseaux d'administrateurs, liens interconseils, cumul de mandats, disciplinaire, cognitif, création de valeur

Abstract

Although interlocking directorates are regularly associated with a negative connotation, empirical evidence is far away from offering convincing answers about the performance effects of directorship interlocks. The huge variety of contradicting results can be explained both by the use of different theoretical frameworks and different value creation measures. In order to shed more light on the question of the role of busy directors, we develop a two-pillar model explaining the potential contributions of directorship interlocks to shareholder value creation. Based on a synthetic view of corporate governance, the model uses two disciplinary (work overload of busy directors and incentive effects coming from the external labor market of corporate directors) as well as three cognitive intervention levers (provision of information and knowledge, provision of general and specific competences, combination and exploitation of those elements). Moderating and controlling variables are added.

The appropriateness of the model is tested through a 5-year comparison (2001-2005) of director networks within the largest French and German companies. We first present, both for a bi-national sample and national sub-samples, the major characteristics of the identified interlocks. In the empirical part, we conduct a panel data analysis checking for the influence of busy directors on corporate performance. We use two performance measures: one ex ante, the other ex post. Empirical tests indicate that the performance effect of interlocks depend on the type of board seats accumulated. Moreover, statistical modeling confirms the existence of cognitive contributions of director networks and shows mostly positive effects on value creation. Also, markets seem to anticipate director effects – both negative and positive – in a stronger way than an ex post performance analysis shows.

Key words: corporate governance, interlocking directorates, director networks, outside board appointments, busy directors, disciplinary approach, knowledge governance, value creation

Kurzzusammenfassung:

Obgleich das Thema *personelle Unternehmensverflechtungen über den Aufsichtsrat* regelmäßig im Fokus öffentlicher Diskussionen steht – wobei in der Regel eine negative Wirkung der Mandatekumulation auf die Kontrolleffizienz des Überwachungsgremiums und damit letztlich auf die Unternehmensperformance unterstellt wird –, zeigt eine Analyse der empirischen Literatur, dass insbesondere in Kontinentaleuropa eine klare Schlussfolgerung hinsichtlich der Wirkung von Mehrfachmandaten auf die Wertschöpfung für die Aktionäre nicht möglich ist. Ursache für die starke Divergenz der Ergebnisse scheint sowohl die Verwendung verschiedener theoretischer Erklärungsmodelle als auch die Mobilisierung unterschiedlicher Messgrößen der Unternehmensperformance zu sein. Mit dem Ziel aussagekräftigere Ergebnisse zur Rolle der Mehrfachmandate und ihres Einflusses auf die Wertschöpfung zu erhalten, untersucht die nachfolgende Studie unter Zuhilfenahme eines 2-Säulen-Modells die verschiedenen potenziellen Wirkungen von Aufsichtsratsverbindungen auf den Shareholder Value. Das vorgeschlagene Erklärungsmodell basiert auf einer erweiterten Governance-Theorie. Hierbei werden neben zwei traditionellen, die Disziplin im Kontrollorgan beeinflussenden Aspekte (zeitliche Überlastung der Mehrfachmandatsträger, Reputationseffekt des externen Arbeitsmarktes für Aufsichtsräte), drei kognitiv-strategische Einflüsse (Zugang zu Informationen und Kenntnissen, Einbringung genereller und spezifischer Kompetenzen, Zusammenführung und Nutzbarmachung dieser Faktoren) modelliert. Außerdem werden diverse Mediator- und Kontrollvariablen hinzugefügt.

Die Gültigkeit des entwickelten Modells wird in einer vergleichenden empirischen Analyse der Aufsichtsratsverflechtungen der größten deutschen und französischen Aktiengesellschaften für den Zeitraum 2001-2005 überprüft. Im deskriptiven Teil werden sowohl für eine 2-Länder-Stichprobe als auch für die nationalen Stichproben die Hauptmerkmale der Aufsichtsratsnetzwerke auf beiden Seiten des Rheins dargestellt. Im empirischen Teil wird mittels Panel-Regressionen der Einfluss der Verflechtungen auf zwei Performancemaße untersucht (ein *ex ante*- und ein *ex post*-Indikator). Die Analysen zeigen, dass die Wirkung der Verflechtungen von der Art der zugrunde liegenden Mandatekumulation abhängen. Auf kognitiver Ebene können die unterstellten positiven Wirkungen von Mehrfachmandaten auf die Performance mehrheitlich bestätigt werden. Zudem kann festgestellt werden, dass die Kapitalmärkte deutlich stärker auf personelle Verflechtungsaspekte reagieren, als es eine *ex post*-Analyse der Wertschöpfung vermuten lässt.

Stichworte : Corporate Governance, Aufsichtsratsverflechtungen, Personalverflechtungen, Mandatekumulation, wertorientierte Finanzierungstheorie, strategischer Ansatz, Wertschöpfung

Les Universités n’entendent donner ni approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse : ces opinions doivent être considérées comme propres à l’auteur.

« Pour ce qui est du capitalisme et de l'économie de marché, il faut les garder impérativement et ne pas vouloir les supprimer – seulement, il faut les civiliser. Il faut définir des frontières : la liberté effrénée, la liberté sans limite donc, finira nécessairement, sur le plan économique, par un *Catch-as-catch-can* et, finalement, par l'appel d'un homme fort pour rétablir de l'ordre ».

« Was den Kapitalismus und die Marktwirtschaft angeht, so muß man sie unter allen Umständen erhalten und sie nicht abschaffen wollen – sie müssen nur sozusagen zivilisiert werden. Grenzen müssen gesetzt werden: Freiheit ohne Selbstbeschränkung, entfesselte Freiheit also, endet auf wirtschaftlichem Gebiet zwangsläufig in einem Catch-as-catch-can und schließlich in dem Ruf nach einem ,starken Mann', der alles wieder richten soll ».

Comtesse Marion DÖNHOF (1909-2002)

Extrait du discours « Civilisez le capitalisme »,
à l'occasion du décernement du prix « *Erich Kästner* » le 30 août 1996 à Dresde

Remerciements

Un projet aussi ambitieux qu'une thèse en cotutelle n'est pas une chose facile, encore moins quand il s'agit de la rédiger dans une langue autre que sa langue maternelle. Cependant, je ne regrette pas d'avoir cédé à cette « aventure », je me réjouis même des riches expériences et connaissances, tant intellectuelles que sociales, qu'elle m'a apportées.

Dans ce contexte, je tiens, d'abord, à exprimer ma profonde gratitude à mon directeur de thèse français, le Professeur Gérard CHARREAUX, de m'avoir accepté comme doctorant et de m'avoir suivi tout au long de ce travail de recherche. Sa grande disponibilité, son écoute, sa compréhension et sa confiance ont véritablement fait de lui ce que l'on appelle en allemand un « *Doktorvater* ». Ce n'est donc pas sans une certaine fierté que je constate que sa rigueur analytique, son intuition clairvoyante et la pertinence de ses remarques m'ont offert une formation académique excellente. Aussi, je présente avec beaucoup d'humilité ce travail. Que ces quelques lignes me permettent de lui témoigner mes remerciements les plus sincères.

J'aimerais également exprimer toute ma gratitude à mon directeur de thèse allemand, le Professeur Reinhart SCHMIDT, à qui je dois également énormément et avec qui j'ai pu travailler depuis la fin de mes études universitaires. C'est lui qui a soutenu le premier mon idée d'une cotutelle franco-allemande et qui m'a toujours encouragé dans ce projet. Son décès soudain, en avril 2008, après avoir combattu le cancer pendant longtemps de manière exemplaire, fut pour moi un véritable choc. Aussi, cette thèse lui est particulièrement dédiée.

J'adresse également mes sincères remerciements au Professeur Martin KLEIN d'avoir accepté, sans hésiter, d'assurer l'encadrement doctoral après ce triste événement.

J'aimerais ensuite adresser mes remerciements aux Professeurs Gerhard KRAFT, Alain SCHATT, Joachim SCHWALBACH et Peter WIRTZ de m'avoir fait l'honneur de siéger dans le jury de thèse et d'évaluer ce travail avec toute leur expertise et réputation scientifique.

Je souhaite remercier les membres du FARGO de l'Université de Bourgogne qui, tant dans le cadre des séminaires réguliers que dans des discussions plus informelles, ont contribué au mûrissement de ce travail de recherche. Merci également à Chantal PIA et Rachel DROUX-CANAC de la bibliothèque de l'IAE de Dijon pour leur aide dans la recherche bibliographique. J'aimerais de même exprimer ma gratitude auprès des membres du département GDF de l'École Supérieure de Commerce de Dijon, notamment Isabelle ALLEMAND et Christine SINAPI,

pour leur soutien, leurs conseils et le fait de m'avoir permis de terminer ma thèse dans les meilleures conditions. De surcroît, je tiens à remercier très chaleureusement l'équipe de l'ancienne chaire « Finance & Banques » à l'Université de Halle-Wittenberg, et ici notamment la secrétaire Doris STORCH, ainsi que mes collègues Klaus RENGGER et Anja BRAUNROTH pour leur disponibilité, leur soutien et leur encouragement permanent.

Toute ma gratitude s'adresse également à mes amis allemands et français, notamment Andrea, Jörg, Andrea, Michael, Helma, Dagmar, Enrico, Hilka, Anita, Géraldine, Katharina, Sabrina, Mehdi, Laurent, Maryline, Géraldine, Vincent, Damien, Vincent, Hassan, Sophie et Anne, qui ont contribué, d'une manière ou d'une autre, à l'aboutissement de cette thèse.

Je tiens, enfin, à exprimer ma profonde gratitude à ma famille qui n'a cessé de me soutenir tout au long de ces travaux de recherche et dont la confiance indéfectible, l'aide morale et matérielle, et l'amour m'ont beaucoup apporté.

Merci beaucoup.

À mes parents

À la mémoire de Reinhart SCHMIDT

SOMMAIRE

Introduction générale	21
Première Partie : Les réseaux interfirmes dans les systèmes de gouvernance	43
Chapitre 1 : Les différentes formes des liens interentreprises et leurs significations.....	48
Section 1 : Les liens personnels.....	51
1.1 Les relations directes.....	52
1.2 Les relations indirectes.....	54
1.3 Les relations indirectes supplémentaires.....	58
Section 2 : Les liens financiers.....	60
2.1 Les participations simples.....	61
2.2 Les participations croisées.....	62
2.3 Les participations pyramidales.....	63
2.4 Les participations circulaires.....	64
Chapitre 2 : Les systèmes de gouvernance français et allemand et les réglementations portant sur les liens personnels et financiers.....	67
Section 1 : Le système de gouvernance français.....	69
1.1 Structure et composition des sociétés anonymes.....	70
1.2 Les réglementations relatives aux liens.....	75
1.3 Les codes et les pratiques de gouvernance.....	78
Section 2 : Le système de gouvernance allemand.....	83
2.1 Structure et composition des sociétés anonymes.....	84
2.2 Les réglementations relatives aux liens.....	87
2.3 Les codes et les pratiques de gouvernance.....	90
Chapitre 3 : L'évolution historique des réseaux interfirmes.....	95
Section 1 : L'évolution des réseaux interfirmes en France.....	97
1.1 De l'industrialisation à la Seconde Guerre mondiale.....	97
1.2 De l'après-guerre jusqu'aux années 70.....	100
1.3 Les vagues de privatisations depuis les années 80.....	106
1.4 L'influence de la financiarisation de la gouvernance et l'état actuel des réseaux.....	118
1.5 Vers une européanisation des réseaux ?.....	127
Section 2 : L'évolution des réseaux interfirmes en Allemagne.....	129
2.1 Des cartels de firmes au totalitarisme nazi.....	129
2.2 De l'après-guerre aux années 70.....	135
2.3 La « <i>Deutschland AG</i> » et son cœur depuis les années 80.....	141
2.4 L'état actuel des réseaux et les récentes discussions sur leur éventuel déclin.....	151
Conclusion de la première partie.....	161

Seconde Partie :	Le rôle des liens interconseils dans les approches traditionnelles et leur impact sur la performance	167
Chapitre 1 :	Les déterminants des liens interconseils.....	172
Section 1 :	Les caractéristiques générales de la firme.....	174
1.1	L'effet de taille.....	174
1.2	Le secteur d'activité.....	176
1.3	La structure de capital.....	178
1.4	La performance.....	180
Section 2 :	Les caractéristiques de l'organe de contrôle.....	184
2.1	La taille.....	184
2.2	La composition.....	186
2.3	Les autres caractéristiques.....	188
Section 3 :	Les caractéristiques des mandataires sociaux.....	190
3.1	Les caractéristiques du premier dirigeant.....	190
3.2	Les caractéristiques des administrateurs.....	193
Chapitre 2 :	Le rôle des liens personnels dans une perspective d'efficience financière	197
Section 1 :	L'approche financière de la gouvernance.....	199
1.1	La théorie positive de l'agence.....	200
1.2	Le rôle du conseil d'administration.....	211
1.3	Le rôle des liens personnels.....	216
Section 2 :	L'influence des liens personnels sur la performance.....	225
2.1	Les analyses des liens personnels aux États-Unis.....	226
2.2	Les analyses des liens personnels en France.....	247
2.3	Les analyses des liens personnels en Allemagne.....	252
2.4	Les analyses des liens personnels dans d'autres pays.....	257
Chapitre 3 :	Le rôle des liens personnels dans les approches sociostratégiques ..	261
Section 1 :	La perspective intégrative.....	263
1.1	La théorie du capital financier.....	264
1.2	La théorie de l'hégémonie bancaire.....	267
1.3	La théorie de la coordination et du contrôle.....	269
1.4	La théorie de la cohérence d'une classe sociale.....	270
Section 2 :	La perspective interorganisationnelle.....	272
2.1	La théorie de la dépendance envers les ressources.....	273
2.2	La théorie du contrôle <i>managérial</i>	277
Section 3 :	L'influence des liens personnels sur la performance.....	279
3.1	Les analyses des liens personnels aux États-Unis.....	280
3.2	Les analyses des liens personnels en France.....	288
3.3	Les analyses des liens personnels en Allemagne.....	292
3.4	Les analyses des liens personnels dans d'autres pays.....	295
Conclusion de la seconde partie.....		299

Troisième Partie :	L'approche synthétique de la gouvernance et son apport pour une réinterprétation du rôle des liens interconseils	303
Chapitre 1 :	Le faible pouvoir explicatif du cadre juridico-financier relatif au rôle des liens personnels	308
Section 1 :	Les limites générales de la vision juridico-financière	311
1.1	La place centrale accordée aux actionnaires	313
1.2	Les difficultés à expliquer la diversité des structures de propriété	314
1.3	Comment interpréter les structures de propriété récentes ?	315
Section 2 :	La vision restrictive du rôle du conseil d'administration	316
2.1	Un critère privilégié : l'indépendance formelle	317
2.2	La négligence des apports cognitifs potentiels	318
Section 3 :	L'ignorance du potentiel cognitif des liens personnels	319
3.1	Une appréhension insuffisante des apports potentiels des liens personnels	320
3.2	Les conséquences d'une négligence du rôle cognitif des liens interconseils	325
Chapitre 2 :	Les liens personnels dans une perspective synthétique de la gouvernance : proposition d'un modèle de recherche	328
Section 1 :	La perspective synthétique de la gouvernance comme cadre théorique	331
1.1	Les caractéristiques d'une perspective synthétique de la gouvernance	332
1.2	Les implications pour le rôle du conseil d'administration	341
1.3	Les nouvelles contributions des liens interconseils	344
Section 2 :	Les voies d'intervention disciplinaire	346
2.1	La présence de « cumulards » surchargés de travail	347
2.2	La pression de réputation des marchés du travail externes	353
Section 3 :	Les voies d'intervention cognitive	357
3.1	L'accès privilégié à l'information et à la connaissance	359
3.2	L'apport de compétences généralistes et spécifiques	368
3.3	La combinaison et l'exploitation des apports des administrateurs multimandats	376
Section 4 :	Les déterminants de l'efficacité de l'organe de contrôle au regard des liens personnels : les variables médiatrices	382
4.1	La taille du conseil d'administration	383
4.2	Le nombre de réunions du conseil d'administration	385
4.3	L'existence de comités consultatifs spécialisés	386
4.4	L'âge des administrateurs	389
Section 5 :	L'influence des caractéristiques de l'entreprise : les variables de contrôle	392
4.1	La taille de l'entreprise	393
4.2	La présence d'un actionnaire dominant	394
4.3	La coexistence de participations financières	396
4.4	L'application d'une structure moniste avec cumul des fonctions	398
Conclusion de la troisième partie		401

Quatrième Partie : Étude empirico-comparative des liens interconseils et de leur impact sur la performance entre la France et l'Allemagne	405
Chapitre 1 : Description de la méthodologie retenue et rappel de la structure du modèle de recherche.....	408
Section 1 : La méthodologie de recherche appliquée.....	409
1.1 Le positionnement méthodologique.....	409
1.2 La démarche empirique.....	411
Section 2 : Rappel de la structure du modèle de recherche.....	416
Section 3 : Récapitulatif des hypothèses de recherche.....	417
Section 4 : Présentation des échantillons et données collectées.....	422
4.1 Les échantillons constitués.....	422
4.2 Les données collectées.....	425
Section 5 : Description et opérationnalisation des variables.....	430
5.1 Les variables à expliquer.....	430
5.2 Les variables explicatives.....	438
Chapitre 2 : Les caractéristiques des liens interconseils français et allemands dans une perspective comparative.....	452
Section 1 : Les liens interconseils : analyse de l'échantillon global...	453
1.1 Les caractéristiques des liens interconseils identifiés.....	455
1.2 Le profil des administrateurs.....	464
Section 2 : Les liens interconseils : analyse et comparaison des échantillons nationaux.....	474
2.1 Comparaison des éléments de gouvernance.....	476
2.2 Comparaison des liens interconseils identifiés.....	484
2.3 Comparaison du profil des administrateurs.....	504
Chapitre 3 : L'impact des liens interconseils français et allemands sur la création de valeur : une analyse empirico-comparative.....	534
Section 1 : Test de la validité du modèle de recherche : analyse de l'échantillon global.....	535
1.1 Rappel de l'échantillon global et tests préliminaires.....	535
1.2 Analyse empirique de l'échantillon global.....	554
Section 2 : Test de la validité du modèle de recherche : analyse des échantillons nationaux.....	578
2.1 Rappel des échantillons nationaux et tests préliminaires.....	579
2.2 Analyse empiriques des échantillons nationaux.....	590
Conclusion de la quatrième partie.....	636
Conclusion générale.....	641

Bibliographie consultée.....	661
Références sur les codes et recommandations de gouvernance.....	692
Autres références.....	695
Abréviations.....	697
Liste des figures.....	699
Liste des tableaux.....	702
Liste des annexes.....	709

Introduction générale

Introduction générale

Alors que déjà Adam SMITH (2000 [1776]), dans son ouvrage pionnier sur « [...] la nature et les causes de la richesse des nations », parlait des conséquences économiques d'une délégation de la direction d'une firme à des agents non propriétaires, ce thème n'a rencontré une réelle attention du monde des affaires que dans les deux décennies passées. Pourtant, le problème, bien fréquent dans les grandes sociétés cotées, de la séparation des droits de décision et de contrôle entre dirigeants et actionnaires, et des solutions pour remédier aux pertes d'efficience que la divergence d'intérêts entre ces acteurs est censée provoquer, a suscité très rapidement un énorme intérêt public, à tel point qu'on est parfois tenté de dire que la « gouvernance des entreprises » semble être devenue une expression à la mode, utilisée, notamment, pour témoigner de l'attention particulière que l'on accorde aux intérêts des apporteurs de fonds propres.

L'ampleur exemplaire prise par les questions de gouvernement d'entreprise s'explique par de nombreux scandales qui ont bouleversé, depuis le milieu des années 90, les systèmes économiques des grandes nations de l'Occident. Aux États-Unis, les comportements opportunistes et frauduleux des géants industriels *Enron* (manipulations comptables, délits d'initiés et paiements d'indemnités de départ excessives aux dirigeants) et *Worldcom* (fraudes comptables) ont pu faire douter les investisseurs internationaux de la qualité de l'audit au niveau des grandes sociétés américaines. En France, le Crédit Lyonnais (en quasi-faillite en raison d'une politique d'acquisition excessive et opérations immobilières douteuses) et Vivendi Universal (pertes comptables très importantes, manipulations du cours de Bourse) ont échauffé les esprits. Enfin, même l'Allemagne n'a pas été à l'abri de ce type d'événements dont témoignent les débats sur les indemnités de départ, jugées abusives, de certains dirigeants et administrateurs de l'ancien groupe *Mannesmann* suite à la réussite de l'offre publique hostile du concurrent britannique *Vodafone Airtouch*.

Pour réinstaurer la confiance des investisseurs institutionnels et privés, diverses mesures législatives ont été prises, notamment outre-Atlantique. La plus connue est vraisemblablement la loi américaine *Sarbanes-Oxley*. Adoptée en 2002, cette réglementation avait, notamment, pour objectif de réformer la comptabilité des sociétés cotées en responsabilisant davantage les *managers*. C'est dans cet esprit que s'explique la mise en place de l'obligation, pour les présidents et les directeurs financiers des groupes, de certifier sous l'honneur l'exactitude de leurs documents comptables. De surcroît, ladite loi a contribué au durcissement de diverses réglementations pénales, à la mise en place de systèmes de contrôle interne plus efficaces, ainsi qu'à une meilleure transparence des relations entre les directions des entreprises et leurs sociétés d'audit.

Outre les remises en question sur la fiabilité des comptes dans les grandes entreprises, la survenue, depuis la fin du siècle passé, d'autres dérives lourdes de conséquences (bulles spéculatives, rémunérations *managériales* et indemnités de départ excessives, crise des crédits hypothécaires américaine...) ont mis, plus que jamais, l'un des mécanismes de contrôle interne les plus cruciaux – le conseil d'administration – au centre des discussions et des critiques publiques. La capacité, jugée insuffisante, de cette instance de gouvernance à organiser une surveillance efficace et durable de la direction de l'entreprise aurait conduit à un élargissement important de l'espace discrétionnaire des principaux dirigeants au détriment non seulement des actionnaires, mais également d'autres parties prenantes telles que l'État ou encore les salariés.

La défaillance constatée de bon nombre de conseils d'administration a été majoritairement expliquée par l'existence de relations de proximité entre les dirigeants, d'une part, et les mandataires ayant pour fonction de les surveiller, d'autre part. Ces critiques ont conduit à un mouvement visant à augmenter la quote-part des administrateurs (externes) « indépendants », l'objectif étant de garantir un contrôle plus efficace de l'équipe dirigeante et d'aligner par-là les décisions *managériales* sur les intérêts des actionnaires, supposés être les seuls créanciers résiduels.

Ces discussions ont conduit, de part et d'autre de l'Atlantique, à un renforcement continu des réglementations et recommandations relatives à la composition du conseil d'administration et aux compétences nécessaires des administrateurs. Déjà depuis 1992, le code de gouvernance britannique *Cadbury-Report* recommande que les administrateurs non exécutifs présents dans l'organe de contrôle doivent être majoritairement indépendants. En France, quelques années plus tard, le rapport Viénot I (1995) s'est de même interrogé sur l'avantage de la nomination de mandataires indépendants et a fini par s'exprimer en faveur de la présence d'au moins deux administrateurs indépendants dans chaque organe de contrôle.¹ Ces recommandations ont été renforcées dans les rapports successifs (rapport Viénot II en 1999, rapport Bouton en 2002, Code AFEP-MEDEF, 2008) et élargies aux comités consultatifs spécialisés, notamment au comité d'audit. En Allemagne – où la discussion sur la question de l'indépendance des administrateurs a commencé relativement tard – les *Corporate Governance Grundsätze* (1999) et le *Deutscher Corporate Governance Kodex* (2002, diverses actualisations depuis) soulignent également l'importance d'une présence de « contrôleurs » indépendants, en étant toutefois moins précis que les recommandations précitées. Enfin, la loi *Sarbanes-Oxley* de 2002 a, de même, renforcé les réglementations concernant ce point, en rendant obligatoire pour les sociétés cotées la mise en place de comités d'audit composés exclusivement de mandataires indépendants. Malgré cette évolution, l'interprétation de la notion d'indépendance des administrateurs varie, cependant, toujours selon les pays, voire même à l'intérieur d'un même pays.

¹ Précisons, toutefois, que la loi sur les sociétés française interdit déjà depuis 1966 d'avoir plus d'un tiers d'administrateurs exécutifs au sein du conseil d'administration.

Aux discussions concernant l'efficacité des organes de contrôle s'est fréquemment ajoutée une critique générale des réseaux interentreprises. Habituellement abordés à travers l'analyse des participations financières croisées et des liens personnels émanant de la présence simultanée d'un ou de plusieurs administrateurs dans les organes de contrôle de différentes sociétés, les relations interfirmes ont fait l'objet – dans la mesure où elles sont supposées avoir contribué à l'apparente défaillance des instances de gouvernance – de nombreux débats dans les médias et dans les milieux académiques. L'analyse des discussions portant sur le rôle des relations interfirmes révèle, cependant, une image surprenante. Ainsi, les critiques ne se sont pas limitées aux pays ayant une culture économique qui favorise la concurrence et le libre jeu des marchés, mais se sont avérées plus vives encore dans les économies de l'Europe continentale où les réseaux interentreprises ont été considérés, pendant longtemps, comme un déterminant décisif du succès économique et de l'équilibre social. Dans ce contexte, c'est notamment en France et en Allemagne où s'est développée, depuis les années 1990, une pensée économique critiquant les effets supposés négatifs de la « gouvernance réseau » sur la capacité des sociétés interconnectées à satisfaire les attentes des actionnaires en termes de création de valeur (ADAMS, 1994, 1999 ; MORIN, 1996 ; WENGER / KASERER, 1998).

Pour ce qui est des participations au capital, elles se voyaient notamment critiquées en raison de leur opacité. En France, l'inclusion des sociétés anciennement contrôlées par l'État dans un réseau s'appuyant sur des « noyaux durs » et la construction de participations circulaires aurait ainsi provoqué une neutralisation de la discipline fondée sur la propriété, autrement dit la naissance de structures d'autocontrôle qui auraient mis les firmes liées à l'abri des mécanismes disciplinaires classiques des marchés (MORIN, 1989, 1996). Outre-Rhin, la mise en place systématique de liens financiers réciproques, pyramidaux et circulaires entre les plus grandes groupes aurait conduit, au fil des années à une situation où les firmes *leaders* échapperaient au contrôle exercé par les propriétaires et par le marché (ADAMS, 1994 ; WENGER / KASERER, 1998). La conséquence en aurait été une lésion importante des droits de tous les actionnaires et, plus particulièrement, des petits porteurs.

Considérées pendant plus d'un siècle comme le fondement des économies relationnelles, les liens financiers semblent, cependant, depuis le milieu de la décennie passée, soumis à de fortes modifications. Suite à une réorientation stratégique forcée des entreprises *leaders* du réseau, ceux-ci paraissent perdre sensiblement de l'ampleur. Dès lors, les discussions relatives à un éventuel déclin des liens interfirmes de l'Hexagone, ainsi que de la « *Deutschland AG* » sur la rive droite du Rhin sont devenues, depuis une dizaine d'années environ, plus fréquentes (BEYER, 2003 ; STREECK / HÖPNER, 2003 ; HÖPNER / KREMPEL, 2004).

Bien que les liens personnels interconseils paraissent, comparés aux participations financières existant entre les plus grandes entreprises, moins concernés par les restructurations récentes au sein des systèmes économiques français et allemand, les réseaux d'administrateurs ont également fait l'objet et continuent, d'ailleurs, à provoquer d'innombrables débats, que ce soit dans la presse écrite, à la télévision ou dans différents milieux académiques.

Ainsi, on observe une image très négative de ces formes relationnelles entre les grandes firmes, notamment dans les médias allemands. Ici, le réseau émanant du cumul de mandats par les états-majors est parfois désigné comme un « [...] club d'hommes âgés qui contrôlent la '*Deutschland AG*' [...] » (FOCUS MONEY, 2001).² D'autres parlent d'un « Club des contrôleurs » (GAULKE, 1997), de « Nuls en costard » (OGGER, 1996) ou encore d'un système dans lequel « [...] une corneille n'arrache pas l'œil de l'autre » (SPIEGEL, 2006).³ Enfin, la presse britannique conclut même, de façon caricaturale, qu'il s'agirait d'un système où « [...] les entreprises allemandes seraient contrôlées dans un style soviétique » (FINANCIAL TIMES, 2001).⁴

Les critiques adressées aux liens interconseils reposent habituellement sur une appréhension du rôle des instances de gouvernance à partir d'une perspective d'efficacité financière. Cette lecture « disciplinaire » du gouvernement d'entreprise, très souvent représentée à travers la théorie positive de l'agence (JENSEN / MECKLING, 1976 ; FAMA, 1980 ; FAMA / JENSEN, 1983a), part du principe que la séparation, constatée surtout dans les sociétés à actionnariat très dispersé, des fonctions de *management* et de financement provoque des divergences d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires se traduisant par des pertes d'efficacité et, *in fine*, par une moindre création de valeur au détriment notamment des apporteurs de fonds propres.

Pour remédier aux inefficiences, la théorie propose différents mécanismes incitatifs et contraignants susceptibles de réaligner le comportement des *managers* sur les intérêts des actionnaires et de minimiser par-là les coûts d'agence engendrés. À ce titre, la littérature distingue entre les mécanismes de contrôle internes (hiérarchie, surveillance mutuelle, organe de contrôle...) et externes (marché des biens et services, marché du travail des états-majors, marché des prises contrôle...). Au niveau des mécanismes internes, le conseil d'administration représente l'un des objets les plus fréquemment étudiés (FAMA, 1980 ; FAMA / JENSEN, 1983a ; CHARREAUX / PITOL-BELIN, 1985, 1990). Dans la mesure où il constitue le lieu de naissance des liens interconseils, l'analyse des conséquences du cumul de mandats sociaux sur la performance de la firme est habituellement menée à partir de ce mécanisme de gouvernance.

² Notre traduction.

³ Notre traduction. Il s'agit, ici, d'une interview de l'hebdomadaire allemand *Der Spiegel* avec le président du directoire du constructeur d'automobile *Porsche*, M. Wendelin WIEDEKING.

⁴ Cité dans l'article « *Raus aus dem Club* », FOCUS MONEY (2001, n° 2).

Les raisons justifiant les critiques adressées aux liens interconseils peuvent être bien synthétisées par le titre de l'article de FERRIS *et al.* (2003) « *Too busy to mind the business?* ». La question reflète l'hypothèse habituellement formulée par les travaux menés dans une vis-à-vis de l'effet des liens personnels sur la création de valeur des firmes. Dans la vision juridico-financière de la gouvernance, le cumul de mandats externes par un administrateur est ainsi supposé conduire à une surcharge temporelle de ce dernier, l'empêchant d'accomplir avec soin et rigueur ses tâches de contrôle. Il en résulterait une baisse de la discipline globale au sein du conseil d'administration, autrement dit une perte d'efficacité concernant la surveillance de l'équipe dirigeante (LIPTON / LORSCH, 1992). La défaillance de l'organe de contrôle entraînerait alors des comportements opportunistes des dirigeants conduisant, *in fine*, à une moindre création de valeur.

À cet aspect peut être ajouté un autre argument : celui de la réciprocité de certains liens interconseils. Ainsi, l'exercice parallèle de plusieurs mandats n'est pas uniquement supposé conduire à une surcharge temporelle des mandataires « cumulards », mais risquerait aussi d'entraîner des comportements de collusion dont peuvent profiter tant les dirigeants, que les administrateurs (FICH / WHITE, 2003). Dans ce cas, la baisse de la création de valeur ne se manifesterait pas seulement par des rémunérations plus importantes pour les *managers*, mais aussi pour leurs « contrôleurs ». De surcroît, ces structures permettraient de sécuriser mutuellement les positions professionnelles. Concrètement, la plus faible performance des firmes accueillant des « cumulards » peut se montrer sous la forme de l'un des effets suivants ou même leur combinaison :

- une capitalisation boursière plus faible de la firme concernée ;
- des rémunérations plus élevées pour les membres des organes de gouvernance ;
- une moindre probabilité de départ forcé des membres du *management* en cas de mauvaise performance, ou ;
- des investissements spécifiques permettant d'assurer les structures de pouvoir.

Malgré l'apparente domination d'une image négative des liens interconseils, force est de constater que la vision financière de la gouvernance permet aussi une interprétation plus positive du partage d'administrateurs entre les firmes. D'une part, l'exercice parallèle de plusieurs mandats peut être interprété, à condition qu'il existe un marché du travail efficace des administrateurs externes, comme la récompense pour les mérites des multimandataires, à savoir pour leurs compétences, jugées importantes, en termes de contrôle des dirigeants (HARFORD, 2003). Dans ce cas, le fait d'occuper un nombre important de fonctions peut alors être interprété comme la reconnaissance pour la bonne performance de l'administrateur. D'autre part, les compétences disciplinaires des « cumulards » peuvent constituer une source non négligeable pour les sociétés les mandatant, permettant de renforcer leur création de valeur (FICH / SHIVDASANI, 2006).

Si les travaux empiriques analysant les effets des liens interconseils sur la création de valeur sont nombreux, ils se distinguent, toutefois, nettement selon les résultats et les pays considérés. Ainsi, les études d'origine anglo-saxonne – qui prédominent largement – mettent souvent en avant les conséquences négatives des relations personnelles et concluent majoritairement en leur défaveur. Concrètement, le cumul de mandats externes par les administrateurs semble induire des rémunérations plus importantes pour le *CEO* (HALLOCK, 1997 ; CORE *et al.*, 1999 ; FICH / WHITE, 2003) dont profitent parfois même les « contrôleurs » (BRICK *et al.*, 2006). La quote-part des « cumulards » détermine la probabilité de manipulations comptables (BEASLEY, 1996) et conduit, notamment quand il s'agit de liens personnels réciproques, à une probabilité plus faible d'un départ forcé du premier dirigeant en cas de mauvaise performance (FICH / WHITE, 2003 ; FICH / SHIVDASANI, 2006). La réaction des marchés financiers face au cumul de mandats confirme de même majoritairement les hypothèses de l'approche disciplinaire de la gouvernance. Ainsi, les entreprises accueillant des « cumulards » se caractérisent souvent par des capitalisations boursières comparativement plus faibles (COTTER *et al.*, 1997 ; PERRY / PEYER, 2005 ; FICH / SHIVDASANI, 2006). Néanmoins, quelques travaux restent neutres (VAFEAS, 1999 ; FERRIS *et al.*, 2003 ; FICH, 2005) ou montrent même des effets positifs du cumul de mandats sur la performance de la firme (DOWEN, 1995 ; BROWN / MALONEY, 1999 ; FERRIS *et al.*, 2003). Malgré la confirmation de l'existence d'effets stimulateurs de la discipline, l'impact des liens interconseils semble l'emporter et conduire, *in fine*, à une destruction de valeur.

Toute différente est l'image que ressortent les études empiriques en Europe continentale. D'une part, elles ne sont pas nombreuses. Ainsi, nous n'avons pu repérer que six travaux (trois en France, trois en Allemagne) qui analysent, à partir d'une perspective disciplinaire de la gouvernance, l'impact du cumul de mandats sur la performance de la firme. D'autre part, ces analyses montrent des résultats disparates et ne permettent pas de conclure définitivement.

Uniquement deux études confirment l'impression publique d'une incidence défavorable des liens interconseils. Pour la France, PAQUEROT (1996) trouve un effet négatif du nombre de postes de PDG occupés par un dirigeant « enracinés » au cours de sa carrière sur la performance. En revanche, le nombre de mandats de contrôle exercés par cette même personne n'affecte pas la création de valeur. En Allemagne, BALSMEIER / PETERS (2009) observent un lien positif entre le nombre de postes de contrôle externes occupés par les dirigeants et leur rémunération, confortant ainsi l'argument de plusieurs études américaines selon lesquelles les liens provoqueraient une baisse de la discipline dans le conseil dont les *managers* peuvent tirer profit. Contrairement à ces résultats, deux autres études concluent plutôt favorablement aux réseaux d'administrateurs. Ainsi, CHARREAUX (1991) observe une relation positive entre la valorisation des sociétés familiales françaises et le cumul de postes, ainsi qu'un effet stimulateur de l'exercice de plusieurs mandats et la rentabilité des capitaux dans les sociétés *managériales*. Outre-Rhin, PFANNSCHMIDT (1995)

trouve une corrélation positive entre les liens et le taux de marge, mais également entre les postes de contrôle externes occupés par les dirigeants et la rentabilité des capitaux propres. En revanche, aucune corrélation n'a été observée entre le cumul de mandats des administrateurs n'ayant pas de fonctions exécutives et la performance. Enfin, deux études empiriques restent neutres concernant les conséquences des liens personnels sur l'efficacité de l'organe de contrôle. En France, NGUYEN-DANG (2005) n'observe pas d'impact significatif des mandats réciproques exercés par le PDG sur deux mesures de création de valeur. En revanche, les premiers dirigeants paraissent profiter d'une meilleure stabilité de l'emploi, leur taux de départ forcé en cas de mauvaise performance étant plus faibles. Quant à l'Allemagne, WENGER / KASERER (1998) – deux des adversaires les plus connus de la « *Deutschland AG* » – ne trouvent pas de relation entre les mandats externes cumulés par des banquiers et la performance de l'entreprise. Pour ce qui est des travaux identifiés dans d'autres pays, les résultats ne permettent pas non plus de conclure définitivement. En Suisse, (LODERER / PEYER, 2002) observent un impact positif des liens sur le ratio Q de *Tobin*, mais parallèlement un effet négatif sur la performance comptable. Enfin, KIEL / NICHOLSON (2006) ne trouvent aucune relation significative entre le cumul de mandats et la création de valeur (rentabilité totale pour l'actionnaire) pour les entreprises australiennes.

Le faible nombre de travaux identifiés et la diversité de leurs résultats sont très surprenants et vont à l'encontre des vives discussions menées des deux côtés du Rhin sur les liens interconseils et leur influence, habituellement supposée préjudiciable, sur la création de valeur. Au vu de cela, force est de donc constater que les investigations empiriques retenant une vision disciplinaire de la gouvernance des entreprises ne confortent majoritairement pas, à l'heure actuelle, les attaques publiques fréquentes contre les réseaux d'administrateurs français et allemands.

Outre les travaux appréhendant les effets des liens interconseils sur la performance à partir d'une vision de gouvernance juridico-financière, différents courants sociologiques et stratégiques ont étudié, parfois depuis bien plus longtemps que l'approche disciplinaire, le rôle des réseaux d'administrateurs. Dans ces analyses, l'accent est mis davantage sur les aspects sociaux et de pouvoir. Les travaux appliquant des lectures socio-stratégiques au phénomène des liens interconseils peuvent être distingués, selon la fonction qu'ils attribuent à ces structures, en deux groupes.

Le premier – habituellement qualifié de « perspective intégrative » – admet que le partage d'administrateurs communs représente un outil pour atteindre des objectifs supérieurs dépassant l'intérêt individuel de l'entreprise. Autrement dit, l'existence des réseaux s'expliquerait par leur capacité de réaliser des buts d'une unité supérieure telle qu'un groupe de firmes ou d'une classe sociale. À l'opposé du premier groupe, le second – généralement appelé « perspective interorganisationnelle » – considère les liens comme un outil à disposition de l'entreprise pour atteindre ses objectifs individuels. Il s'agirait, ici, par exemple, d'assurer de la firme l'accès à des ressources jugées critiques ou encore de sécuriser l'emploi des dirigeants actuellement en place.

Dans l'optique intégrative, quatre théories sont habituellement distinguées. La première, nommée « théorie du capital financier », relève des travaux de l'économiste germano-autrichien HILFERDING (1970 [1909]) qui qualifia les liens interfirmes allemands de « capital financier ». La notion reflète la forte interconnexion du secteur financier et de l'industrie à cette époque. Selon cet auteur, les réseaux constituaient la résultante de la dépendance de l'économie du capital : ressource cruciale que seules les banques étaient à même de fournir. Afin de sécuriser leurs enjeux financiers, celles-ci envoyaient leurs représentants dans les organes de contrôle des firmes clientes et mettaient en place de nombreuses participations au capital. Cela conduisait, au fil du temps, à l'émergence de puissantes entités économiques, autrement dit, à la naissance d'un « capitalisme organisé ». Dans la mesure où une telle structure était supposée faciliter une meilleure coordination macroéconomique du pays, les réseaux interfirmes connaissaient une opinion très favorable dans de grandes parties de la Société et de l'administration publique.

Le second courant, la « théorie de l'hégémonie bancaire », peut être interprété comme une révision de la théorie du capital financier (MINTZ / SCHWARTZ, 1985 ; GLASBERG, 1989). S'il partage explicitement l'argument de cette dernière relatif à l'importance du capital, la position dominante des banques n'est, cependant, pas considérée comme donnée, mais comme relevant d'une dépendance réciproque entre les secteurs financier et industriels. Bien que les banques occupent, suite à l'existence des asymétries d'information, une position hégémonique, les structures interfirmes seraient, cependant, moins hiérarchiques et permettraient également l'exercice d'une certaine influence de la part de l'industrie sur le secteur bancaire.

La théorie de la coordination et du contrôle constitue un autre courant de la perspective intégrative. Bien que les hypothèses de cette théorie soient proches de celles de la première, on admet que l'hégémonie ne doit pas nécessairement relever des banques, mais que plusieurs groupes de firmes peuvent coexister concurremment (FICH / OPPENHEIMER, 1970 ; ZEITLIN, 1974 ; MORIN, 1974). À ce titre, deux variantes sont généralement présentées. D'une part, la domination peut être exercée par des groupes financiers auquel cas les liens seraient habituellement, suite à l'importance des ressources dont ils disposent, des banques à l'industrie. D'autre part, le contrôle peut être assuré par une position hégémonique de firmes familiales (SCOTT, 1985, p. 8).

Enfin, la théorie de la cohérence d'une classe sociale fait également partie de la vision intégrative des réseaux. Ici, les structures interfirmes sont censées reposer sur des personnes « connecteurs » qui mettent leurs positions au service d'un objectif commun : la garantie de la cohésion d'une classe sociale supérieure (DOMHOFF, 1970, 1979 ; USEEM, 1979, 1984). Dans ce dernier cas, les liens interconseils occuperaient une fonction intégrative dans la mesure où ils assureraient, à travers la réduction de conflits dans le monde des affaires, le pouvoir d'une élite sociétale.

À la différence de la vision intégrative, la perspective interorganisationnelle part du principe que les firmes se servent de liens interconseils pour mieux atteindre leurs buts propres. L'un des courants les mieux connus dans cette optique est la théorie de la dépendance envers les ressources. Basée sur les travaux fondateurs de SELZNICK (1949), THOMSON / McEWEN (1958) et PFEFFER / SALANCIK (1978), celle-ci admet que le pouvoir d'une entreprise est fortement fonction des ressources dont elle dispose. Or, au regard d'une complexité croissante des processus économiques, la firme connaît une dépendance de plus en plus forte de son environnement car elle ne dispose pas de toutes les ressources nécessaires pour la production. Par conséquent, l'aspect ressource constitue un facteur d'incertitude pour la firme qu'elle cherche à maîtriser. C'est à ce titre qu'intervient le partage d'administrateurs communs. Ainsi, la mise en place de liens interconseils avec des acteurs économiques externes disposant des ressources les plus cruciales pour l'activité d'une entreprise peut être considérée comme un outil stratégique permettant à cette dernière de réduire l'incertitude environnementale et d'assurer ainsi sa pérennité.

Outre la théorie de la dépendance envers les ressources, la perspective interorganisationnelle abrite un second courant : la théorie du contrôle *managérial*. Contrairement à l'idée de la théorie précitée, la seconde part du principe que les relations interconseils établies ne constituent pas des outils stratégiques permettant à firme de mieux atteindre ses buts, mais qu'ils servent les états-majors gérant cette société à réaliser des objectifs individuels. À ce titre, deux interprétations des liens sont possibles (MARIOLIS, 1975, p. 438). D'une part, ils peuvent résulter des décisions des dirigeants concernant la composition de l'organe de contrôle avec des mandataires bien disposés à leur égard (MACE, 1971). D'autre part, ils peuvent représenter la décision des *managers* de coopter, face à l'existence d'interdépendances personnelles au niveau des états-majors, des administrateurs externes, l'objectif étant de réduire les sources d'incertitude susceptibles d'affecter leur position de pouvoir dans l'entreprise (THOMSON / McEWEN, 1958, pp. 27-28).

Bien les travaux ayant mobilisé une approche sociostratégique pour expliquer le rôle des réseaux d'administrateurs soient relativement nombreux, seule une minorité a explicitement analysé l'effet des liens interconseils sur la performance. Comme pour les études retenant un cadre disciplinaire, les résultats se distinguent aussi nettement selon les pays considérés. Au niveau des États-Unis, la majorité des analyses identifiées fait ressortir une influence positive du cumul de mandats sur la création de valeur, que celle-ci soit mesurée par des valeurs comptables (GELET-KANYCZ / HAMBRICK, 1997 ; WESTPHAL, 1999) ou par des indicateurs reposant sur des valeurs de marché (WESTPHAL, 1999 ; HARRIS / SHIMIZU, 2004). Une autre étude reste neutre quant au rôle des liens personnels, l'hypothèse d'un impact négatif des « cumulards » dans

les organes de contrôle des fonds d'investissement n'ayant pu être confirmée (KUHNEN, 2009). En revanche, BARNEA / GUEDJ (2009) observent que les *CEO* bénéficient des liens interconseils au moyen de meilleures rémunérations et de taux de départ plus faibles en cas de mauvaise performance, confirmant ainsi plusieurs travaux inscrits dans une logique disciplinaire concernant l'influence négative des réseaux d'administrateurs sur la création de richesse.

Les travaux américains confirmant les effets positifs du cumul de mandats sur la valeur actionnariale mettent majoritairement en avant leurs enjeux importants. L'occupation de plusieurs postes par un administrateur semble ainsi notamment renforcer les compétences de ce dernier en termes d'évaluation d'opportunités d'investissement, d'application de pratiques nouvelles et de réflexions stratégiques dont les firmes accueillant des « cumulards » peuvent bénéficier, *a fortiori* s'il existe des relations amicales / sociales confidentielles entre les multimandataires.

L'analyse des travaux empiriques menés en Europe continentale montre des résultats divergents. Pour la France, PICHARD-STAMFORD (2000) observe un effet négatif des « cumulards » exerçant au moins cinq mandats sur la performance, mais, en revanche, une relation positive entre la présence d'administrateurs occupant plus de dix fonctions externes et deux mesures de performance (rentabilité financière, indice de *Sharpe*). Dans une autre étude, KRAMARZ / THESMAR (2004) trouvent une relation négative entre le nombre de mandats de contrôle exercés par le PDG et la performance de la firme, celle-ci étant mesurée par la rentabilité économique. Outre-Rhin, la seule étude identifiée montre à la fois des résultats positifs et négatifs (ENTORF *et al.*, 2009). Ainsi, la présence, dans le conseil de surveillance, de mandataires occupant parallèlement des postes exécutifs externes conduit à une diminution des rémunérations des dirigeants de l'entreprise ayant nommé ces administrateurs. En revanche, pour les sociétés d'origine des « cumulards », les auteurs observent une hausse des rémunérations *managériales*, en raison notamment d'un meilleur pouvoir de négociation suite à leurs nombreux mandats.

Pour ce qui est des études empiriques repérées en Asie, elles montrent plutôt des effets favorables des liens interconseils sur la performance. Dans une analyse de sociétés singapouriennes, PHAN *et al.* (2003) observent une relation positive entre le nombre de liens établis avec des entreprises issues d'autres secteurs économiques et la performance comptable. En revanche, un tel impact n'a pu être détecté pour les relations établies avec des firmes de la même branche. Pour la Corée du Sud, KIM (2005) montre que les liens stimulent, jusqu'à un niveau de densité critique, la création de valeur. De surcroît, les réseaux d'administrateurs basés sur des caractéristiques communes telles que la poursuite de formations similaires paraissent significativement renforcer la création de valeur des entreprises mandatant ces « cumulards ».

La présentation des visions disciplinaire et sociostratégiques et du rôle qu'elles accordent aux réseaux d'administrateurs permet de faire ressortir les points faibles de ces grilles de lectures « traditionnelles » pour apporter des réponses satisfaisantes à la question des effets des liens inter-conseils sur la création de valeur. Pour ce qui est de la perspective financière de la gouvernance, elle est habituellement limitée aux aspects disciplinaires du cumul de mandats, mais ignore très majoritairement l'analyse des aspects tels que le pouvoir ou les relations sociales entre les multi-mandataires et leur contribution potentielle à la performance. Si ces éléments sont explicitement appréhendés dans les approches sociostratégiques, celles-ci omettent souvent, sauf quelques exceptions, l'étude de l'influence de ces facteurs sur la création de richesse. Le faible pouvoir explicatif de ces grandes visions se retrouve dans la diversité des résultats empiriques précités.

L'écart remarquable constaté entre l'opinion publique, d'une part, et les résultats des travaux empiriques, d'autre part, concernant les effets des liens interconseils sur la performance de l'entreprise s'explique, à notre avis, principalement par trois éléments :

- l'absence, notamment en Europe continentale, d'un nombre suffisant de travaux examinant directement (et non de façon indirecte à travers la rémunération des dirigeants / administrateurs ou *via* la probabilité de départs forcés des membres de l'équipe dirigeante en cas de mauvaise performance) les conséquences du cumul de mandats sur la création de valeur ;
- le manque d'études vérifiant l'incidence du partage d'administrateurs dans une optique transversale et longitudinale, ce qui permettrait de tenir également compte de l'évolution des relations interconseils et d'autres facteurs de gouvernance au cours de la période considérée, et ;
- la mobilisation, dans la majorité des travaux, d'approches qui, dans la mesure où elles attribuent au conseil d'administration des fonctions statiques (selon la vision retenue, il a pour fonction de garantir une surveillance efficace de l'équipe de direction ou de faciliter l'atteinte d'objectifs de pouvoir) ignorent très majoritairement les contributions cognitives des administrateurs « cumulards ».

Parmi les éléments évoqués ci-dessus, le dernier point représente, nous semble-t-il, l'enjeu le plus important. Ainsi, l'inventaire des travaux portant sur le conseil d'administration montre qu'il existe, depuis longtemps, une littérature abondante en stratégie et en sociologie qui met en lumière la complexité des fonctions de l'organe de contrôle. D'après ces travaux, ce dernier n'a pas uniquement vocation à contrôler les dirigeants, mais aussi à les conseiller lors de l'élaboration de la stratégie de la firme (HARRISON, 1987 ; BAYSINGER / HOSKISSON, 1990 ; FORBES /

MILLIKEN, 1999 ; RINDOVA, 1999). Dès lors, l'efficacité du conseil d'administration semble être également fonction de la capacité à exploiter les ressources cognitives de ses membres, à les combiner et à les transformer en une véritable entraide pour la direction générale. Dans ce contexte, la fonction principalement passive de l'organe de contrôle dans une optique disciplinaire se transforme en une fonction active consistant à aider l'équipe dirigeante lors de l'élaboration d'opportunités stratégiques (CHARREAUX, 2002a ; HENDRY / KIEL, 2004).

L'application de cette logique aux liens interconseils fait apparaître ces derniers sous une nouvelle lumière. Suivant la vision synthétique, la présence d'administrateurs multimandats ne constitue pas uniquement un facteur disciplinaire, mais également un atout cognitif décisif se traduisant, par exemple, par l'approvisionnement de l'entreprise en davantage d'informations et de connaissances, l'enrichissement des discussions au conseil par des ressources cognitives plus importantes, ainsi qu'une plus grande variété des schémas mentaux. Dans un tel contexte, les facteurs sociaux des réseaux d'administrateurs – très largement ignorés dans la perspective juridico-financière – seront donc explicitement considérés puisqu'ils peuvent sensiblement conditionner l'efficacité du conseil (FINKELSTEIN / HAMBRICK, 1996 ; FORBES / MILLIKEN, 1999 ; GULATI / WESTPHAL, 1999). L'analyse des liens personnels sous un tel angle de vue présente l'avantage de mettre en avant le rôle des réseaux d'administrateurs en termes de contributions cognitives. Celles-ci peuvent de même s'avérer propices à l'efficacité de l'organe de contrôle et contribuer, *in fine*, à une meilleure performance (GELETKANYCZ / HAMBRICK, 1997 ; CARPENTER / WESTPHAL, 2001 ; HARRIS / SHIMIZU, 2004 ; KIM, 2005).

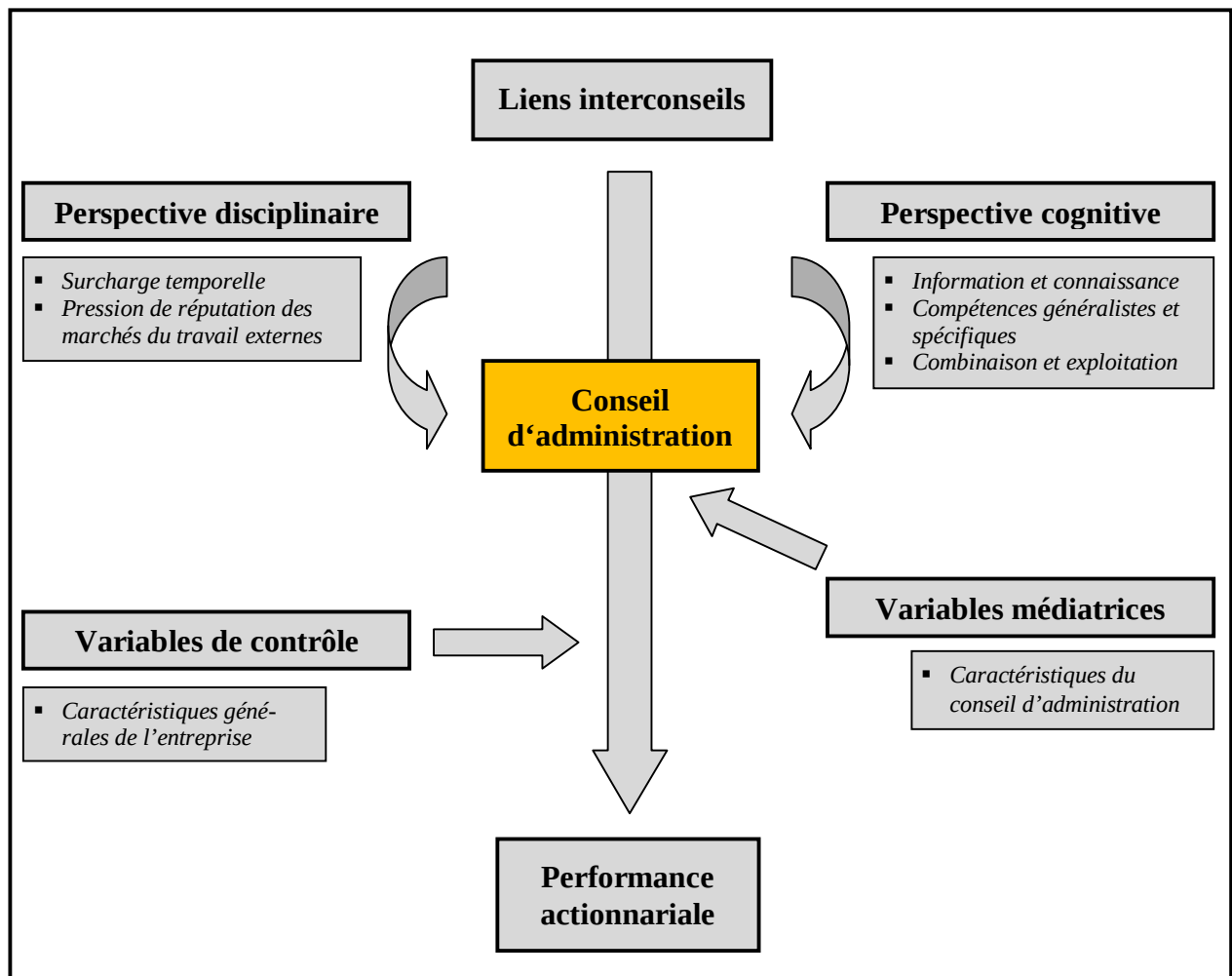
Au regard l'interprétation différente du rôle des réseaux d'administrateurs selon les grilles de lectures retenues, la thèse propose d'analyser les relations interconseils à travers la mobilisation d'un cadre théorique récent : l'approche synthétique de la gouvernance (PRAHALD / HAMEL, 1990 ; KOGUT / ZANDER, 1992 ; PRAHALD, 1994 ; FOSS, 1996 ; CHARREAUX, 2000). Si cette théorie s'inscrit aussi dans une perspective d'efficacité financière, elle présente l'originalité de combiner les arguments disciplinaires et cognitifs dans une logique dynamique.

L'ambition de ce travail de recherche consiste alors à appliquer l'approche synthétique du gouvernement d'entreprise au phénomène fréquent du partage d'administrateurs communs en vue d'apporter des réponses plus satisfaisantes à la question suivante :

« Quels sont les effets des liens interconseils sur la performance de l'entreprise ? »

Pour étudier les effets des réseaux d'administrateurs sur la création de valeur, nous proposons d'opérationnaliser l'approche synthétique du gouvernement d'entreprise à travers un modèle de recherche se caractérisant par une structure « bi-céphale » des groupes de variables explicatives (figure 1) à laquelle s'ajoutent des variables médiatrices et de contrôle.

Figure 1 : Modèle de recherche global proposé



Source : notre propre modèle de recherche

L'influence des liens interconseils sera testée à travers deux voies d'intervention. La première reflète des arguments de la vision juridico-financière et cherche à modéliser tant les hypothèses disciplinaires négatives (surcharge de temps des « cumulards ») que positives (effet de réputation exercé par le marché du travail des administrateurs externe), habituellement exposées par ce courant théorique. La seconde voie d'intervention, quant à elle, repose sur différents courants théoriques et cherche à exposer, *via* l'analyse de facteurs tels que la formation et l'expérience, les contributions cognitives des administrateurs multimandats pour créer des compétences collectives. Le modèle est complété par deux groupes de variables. Le premier est constitué de diverses

variables médiatrices telles que la taille de l'organe de contrôle ou le nombre de réunions annuelles du conseil d'administration. Cette catégorie de facteurs vise à modéliser les modalités de l'influence des variables explicatives principales (disciplinaires et cognitives) sur la création de valeur. Pour ce qui est du second groupe, il est composé de variables de contrôle telles que la taille de la firme ou la présence d'actionnaires dominants. L'objectif de ce type de variable est d'ajouter aux tests empiriques des facteurs non originaires du modèle théorique construit, mais représentant également des sources d'influence potentielles sur la performance l'entreprise.

Afin de proposer des éléments de réponse plus satisfaisants à la question, vivement discutée dans les milieux académiques et dans les médias, des effets des liens interconseils sur la performance de l'entreprise, cette thèse cherche à étudier, de façon comparative en quatre parties, les réseaux d'administrateurs existant au niveau des plus grandes sociétés cotées en France (CAC 40) et en Allemagne (DAX 30). Concrètement, les éléments subséquents seront proposés :

- l'analyse des deux formes relationnelles interfirmes les plus fréquemment observées dans les économies française et allemande – les liens personnels et les participations financières –, de leur réglementation dans les systèmes de gouvernance et de l'évolution historique des réseaux de part et d'autre du Rhin (**partie I**) ;
- la comparaison du rôle accordé aux réseaux d'administrateurs dans une lecture juridico-financière avec l'interprétation différente des fonctions des liens interconseils dans des approches sociostratégiques, la présentation de chacune de ces deux perspectives étant suivie par une synthèse des résultats empiriques des travaux testant l'impact du cumul de mandats sur la performance (**partie II**) ;
- la présentation d'un modèle de recherche basé sur une perspective synthétique de la gouvernance qui, compte tenu de la diversité des résultats empiriques des travaux retenant des approches disciplinaire ou sociostratégiques, vise à expliquer les effets des liens interconseils sur la création de valeur en mobilisant à la fois des arguments issus des courants financier et cognitifs (**partie III**), et ;
- l'analyse descriptive et empirique, tant d'un échantillon bi-national composé de « *Bluechips* » des premiers indices boursiers français et allemand que des échantillons nationaux, l'objectif étant de présenter les points communs et les différences observables au niveau des réseaux d'administrateurs de part et d'autre du Rhin, et de tester l'existence de différences significatives concernant le rôle des liens personnels interconseils et leur conséquences sur la capacité des entreprises à créer de la valeur pour leurs actionnaires (**partie IV**).

La **première partie** se veut introductive et vise à donner un aperçu général de l'importance des réseaux interfirmes dans les économies française et allemande. Il s'agira ici, de présenter les types possibles des formes relationnelles les plus fréquemment établies entre des firmes (liens interconseils et participations financières) et de mettre en lumière, pour chacune des formes identifiées, leurs enjeux en termes de pouvoir d'influence sur les décisions stratégiques. Cette présentation sera suivie d'une étude du rôle et de l'importance des liens interentreprises de part et d'autre du Rhin, l'accent étant plus particulièrement mis sur les principales caractéristiques des systèmes de gouvernance respectifs, sur les réglementations juridiques relatives au cumul de mandats et aux participations financières, ainsi que sur les recommandations faites par les codes de bonne conduite concernant ces structures relationnelles. La partie se terminera par une présentation détaillée de l'évolution historique des réseaux interfirmes dans les deux pays analysés.

La **seconde partie** aura pour objectif de mettre en lumière les cadres théoriques habituellement mobilisés pour expliquer le rôle des liens interconseils et leurs conséquences pour la création de valeur des firmes liées. Afin de mieux comprendre le rôle de ces relations, nous synthétiserons, dans un premier temps, les principaux facteurs déterminant le nombre d'échanges de mandataires établies par une firme avec son entourage économique. Seront présentées, dans la suite, tant les réponses apportées par l'approche juridico-financière traditionnelle vis-à-vis de l'incidence des liens interconseils que les résultats des études empiriques inscrites dans une telle vision. Enfin, il sera question de mettre en avant l'interprétation différente du rôle des liens interconseils dans les approches sociostratégiques. À ce titre, nous distinguerons entre les théories basées sur une lecture intégrative des réseaux et celles retenant une logique interorganisationnelle pour expliquer la mise en place de relations interentreprises. La partie sera terminée par une présentation des résultats des travaux empiriques inscrits dans une approche sociostratégique et des réponses qu'ils apportent à la question des conséquences des liens personnels sur la performance de la firme.

Compte tenu du faible pouvoir explicatif des travaux empiriques retenant l'un des cadres théoriques évoqués dans la partie précédente, la **troisième partie** aura pour ambition de proposer un nouveau modèle de recherche, l'objectif étant d'obtenir des réponses plus pertinentes concernant les effets du cumul de mandats sur la création de valeur. À cette fin, nous construirons, sur la base d'une théorie synthétique de la gouvernance des entreprises, un modèle conjuguant les arguments des approches disciplinaire et cognitives. L'objectif de cette structure « bi-céphale » sera d'expliquer, à l'aide d'une interprétation nouvelle du rôle du conseil d'administration, l'impact des relations personnelles interconseils sur la performance tant au niveau du contrôle qu'à travers les contributions cognitives des administrateurs multimandats. Le modèle de recherche sera complété par l'ajout de diverses variables médiatrices et de contrôle.

Enfin, la **dernière partie** vise à mettre en lumière les principales caractéristiques des liens interconseils contemporains existant de part et d'autre du Rhin et de tester la validité empirique du modèle de recherche proposé. Sur la base des sociétés cotées dans les premiers indices boursiers CAC 40 et DAX 30 seront réalisées, pour la période 2001-2005, des analyses descriptives détaillées de la nature des relations interconseils français et allemands. À ce titre, nous nous appuierons tant sur un échantillon global composé de toutes les sociétés considérées, que sur la comparaison des sous-échantillons nationaux, le but étant de présenter tant les points communs que l'existence d'éventuelles différences entre les réseaux d'administrateurs respectifs.

Une forte proportion de cette partie est consacrée aux tests empiriques du modèle de recherche synthétique. Pour obtenir des réponses riches concernant l'effet des liens interconseils sur la création de valeur de l'entreprise, nous opérationnaliserons la performance tant par une mesure *ex ante*, que par un critère *ex post*. Cette démarche permettra de voir si les anticipations des effets du cumul de mandats par les acteurs sur les marchés financiers diffèrent sensiblement des conséquences constatées dans une optique *ex post* de la création de valeur. Pour examiner la validité des nombreuses hypothèses de recherche, nous entamerons des analyses de régression sous forme de données de *panel*. L'avantage d'une telle procédure consiste en le fait qu'elle permet de tenir compte, grâce à l'analyse simultanée des dimensions transversales (coupes instantanées) et longitudinales (dimension temporelle), de l'évolution des liens personnels et de celle d'autres facteurs de gouvernance. Les études de *panel* seront menées tant pour l'échantillon global que pour les sous-échantillons nationaux, l'objectif étant à nouveau de mettre en lumière les points communs et les différences entre les deux pays de notre étude. Pour vérifier l'importance de nos variables explicatives, chaque analyse empirique portera tant sur différents sous-modèles disciplinaires et cognitifs distincts, que sur des sous-modèles synthétiques. L'analyse se termine par une synthèse des principaux résultats et leur interprétation.

Les principaux apports de cette thèse peuvent être résumés autour de trois points :

- une présentation détaillée de l'évolution historique des liens interfirmes dans les deux plus grandes économies de l'Europe continentale ;
- une étude descriptive portant sur les caractéristiques des réseaux d'administrateurs contemporains en France et en Allemagne, et
- des analyses empiriques sous forme de données de *panel* testant, à travers la mobilisation d'une approche synthétique de la gouvernance qui combine des arguments disciplinaires et cognitifs, les conséquences des liens interconseils sur des mesures de performance couvrant les optiques *ex ante* et *ex post*.

La présentation de l'évolution historique des liens en France et en Allemagne montre que les réseaux interfirmes trouvent, dans les deux pays, leur origine dans l'industrialisation et le besoin croissant de capital pendant cette période. Faute de marchés financiers puissants, ce besoin fut essentiellement satisfait par l'intermédiation du secteur financier qui, pour sécuriser ses engagements dans l'industrie, organisa l'échange d'administrateurs et la mise en place de participations dans le capital des firmes clientes. Au vu d'une opinion publique favorable à la « coordination » de l'économie, les relations furent renforcées au cours du temps et permirent la naissance de puissants réseaux interentreprises. Ceux-ci s'avérèrent favorable à la stabilité des firmes et constituèrent un atout essentiel des économies consensuelles de l'Europe continentale. Suite à une financiarisation croissante de la gouvernance dans les années 80, les structures interfirmes semblent soumises à d'importantes restructurations. À ce titre, ce sont notamment les participations au capital qui semblent avoir perdu de l'ampleur. Bien que de grandes parties des économies française et allemande restent interconnectées, les modifications des liens financiers alimentent les débats sur la fin des « noyaux durs » et de la « *Deutschland AG* ». En revanche, l'apparente stabilité des liens interconseils oriente les discussions sur une « européanisation » des réseaux d'administrateurs.

L'analyse descriptive des réseaux d'administrateurs contemporains en France et en Allemagne fait ressortir plusieurs différences intéressantes. Ainsi, le réseau du DAX 30 paraît comparativement plus dense que celui du CAC 40. De plus, les liens interconseils de l'Hexagone connaissent une légère diminution au cours de la période considérée, tandis qu'ils restent plus ou moins stable outre-Rhin. L'apparente stabilité des relations interconseils allemandes s'oppose à plusieurs travaux qui concluent à une dissolution continue de la « *Deutschland AG* ». Autre différence entre les deux pays de notre analyse : à l'opposé des banques françaises, les groupes financiers occupent une position clé dans le réseau d'administrateurs allemand.

Pour ce qui est des caractéristiques des administrateurs multimandats, notre étude montre qu'en France la carte d'entrée les « cumulards » semble être un diplôme d'une Grande École prestigieuse (ÉNA, École Polytechnique...), alors que le doctorat universitaire semble jouer ce rôle en Allemagne. Des deux côtés du Rhin, les multimandataires ont habituellement un accès plus fréquent à des postes de responsabilité. Autre aspect intéressant : une bonne partie des « cumulards » français porte des décorations nationales, tandis que leurs homologues allemands paraissent « préférer » les titres académiques honorifiques. En France, une part faible des multimandataires français ont occupé, par le passé, des fonctions exécutives dans la société les accueillant comme administrateur. Après addition des administrateurs dirigeants actuels, cette quote-part varie tout de même autour de 15 %. En Allemagne, l'héritage de postes est très fréquent, une société sur deux environ ayant un ancien membre du directoire à la tête du conseil de surveillance.

L'analyse empirique des réseaux d'administrateurs montre que les conséquences des liens interconseils varient selon les formes relationnelles, les échantillons et les critères de performance retenus. Pour l'échantillon bi-national, le cumul de mandats (de tout type) par un administrateur n'a pas d'effets significatifs sur la performance. En revanche, la distinction entre mandats fait ressortir que le cumul de postes de direction externes, contrairement à l'occupation de fonctions de contrôle, nuit fortement à la création de valeur. De plus, la réaction des marchés au premier type de liens s'avère plus négative que ce que révèle l'analyse *ex post* de la performance. Des résultats similaires peuvent être observés pour l'effet de réputation. Tandis que le nombre total de mandats exercé par un « cumulard » au cours de sa carrière n'a pas d'influence sur la création de valeur, la distinction selon le type de postes montre que la présence de multimandataires se caractérisant par un niveau important de compétences *managériales* détériore la performance. En revanche, le niveau de compétences en termes de contrôle d'un multimandataire, approximé par le nombre de postes d'administrateur occupés pendant sa carrière, stimule la création de richesse. Dans les deux cas, la réaction du marché s'avère à nouveau plus forte que ce que montre l'effet *ex post*.

Autre résultat intéressant : l'accès d'une entreprise, grâce à la présence de « cumulards », à d'autres firmes s'est montré très bénéfique. L'apport de ressources cognitives paraît donc enrichir les échanges au sein de l'organe de contrôle et améliorer ainsi la création de valeur. De nouveau, nous observons une réaction plus importante dans l'optique *ex ante* que dans la vision *ex post*. La formation des multimandataires joue également un rôle important. Ainsi, la quote-part des multimandataires ayant reçu une formation élitiste a une incidence négative sur la création de valeur quand celle-ci est mesurée dans une optique *ex post*. Enfin, la longévité moyenne des administrateurs « cumulards » affecte positivement la performance *ex post* ce qui témoigne de l'importance des facteurs cognitifs pour l'efficacité du conseil d'administration.

L'analyse empirique des sous-échantillons nationaux fait ressortir plusieurs différences entre la France et l'Allemagne. Ainsi, le cumul de postes externes (de tout type) a une influence négative sur la performance des sociétés françaises, mais n'affecte pas la création de valeur outre-Rhin. La distinction entre les types de liens montre que l'occupation, par un administrateur, de fonctions exécutives externes n'a pas d'impact significatif en France, mais des conséquences négatives en Allemagne. En revanche, le cumul de mandats de contrôle externes s'avère défavorable dans l'Hexagone, mais pas sur l'autre côté du Rhin. Pour ce qui est des réactions des marchés face aux liens interconseils, elles sont, dans les deux pays, plus négatives que l'effet *ex post* du cumul de mandats. Le niveau de compétences *managériales* des multimandataires a une influence négative sur la performance, tant en France qu'en Allemagne. En revanche, la présence de multimandataires se caractérisant par un niveau important de compétences en termes de contrôle n'a pas d'effet significatif sur la création de valeur de l'entreprise.

Au niveau des voies d'intervention cognitives, les analyses confirment, pour les deux pays, l'incidence positive de l'accès d'une entreprise à des informations et connaissances externes sur l'efficacité cognitive de l'organe de contrôle et, finalement, sur la création de valeur. De nouveau, l'impact de ce facteur s'avère plus fort dans une optique *ex ante* que dans une perspective *ex post*. Autre résultat intéressant : le pourcentage des multimandataires français titulaires de la Légion d'honneur influe positivement sur la performance. En revanche, aucun effet significatif des décorations ou des titres honorifiques n'a pu être observé outre-Rhin. L'étude du rôle de la formation fait ressortir un effet défavorable de la quote-part des « cumulards » qui sont diplômés par l'École Polytechnique, alors que le pourcentage d'énarques n'affecte pas la création de valeur. En revanche, il n'existe aucun lien significatif entre les multimandataires allemands titulaires d'un doctorat et la performance. Enfin, nous avons également constaté des différences significatives au niveau du rôle de la longévité moyenne des multimandataires. Si celle-ci affecte positivement la création de valeur *ex ante* des sociétés françaises, elle se caractérise, en revanche, par un impact clairement négatif sur la performance *ex post* des firmes inscrites dans le DAX 30.

PREMIERE PARTIE

Les réseaux interfirmes dans les systèmes de gouvernance

Introduction à la première partie

La période de l'industrialisation au courant du XIX^e siècle sonne, pour la plupart des grandes économies de l'occident, l'heure de naissance des réseaux interentreprises.⁵ Aux États-Unis, les liens entre firmes se multiplient avec l'essor des sociétés de chemins de fer et concernant, déjà peu de temps après, la plupart des grands groupes financiers et industriels. En France, le besoin massif de capitaux pour financer la croissance de l'industrie conduit à l'émergence de grandes banques universelles dont les interactions créent le fondement de futurs réseaux complexes entre sociétés financières, industrielles et publiques. Il en va de même pour l'Allemagne où les banques prennent une position fédératrice dans le financement du progrès technique et construisent, en poursuivant une politique industrielle active, de nombreuses relations, tant au sein même du secteur financier que dans le secteur de la production.⁶

Outre les mobiles expliquant leur naissance, les réseaux interfirmes nationaux se caractérisent généralement par un second point commun : leur structure « bi-céphale ». D'une part, les entreprises s'appuient sur un réseau dense de relations personnelles, établies à partir d'un partage commun de cadres-dirigeants dans les organes de gouvernance. D'autre part, on constate une forte interconnexion des entreprises à travers des participations de capital, des relations d'endettement ou d'autres liens commerciaux. Si les origines et la structure initiale des réseaux semblent ainsi assez similaires dans les pays précités, leur perception par les autorités politiques et l'opinion publique, notamment par rapport aux conséquences des liens sur le fonctionnement et l'efficacité du système économique, connaît, cependant, de sensibles différences.

Aux États-Unis, les réseaux interfirmes se voyaient ainsi, dès le début, confrontés à de nombreuses critiques, renvoyant surtout à leurs effets négatifs pour la concurrence.⁷ En conséquence, la politique américaine avait cherché, depuis la fin du XIX^e siècle, à démanteler les liens interentreprises au moyen de nombreuses réglementations *anti-trust*, l'objectif étant de rétablir le libre jeu des marchés.⁸ Compte tenu de la séparation des fonctions de décision et de contrôle, constatée notamment au niveau des grandes sociétés à capital très diffus, ces réglementations étaient complétées par des mesures telles que la fondation, en 1934, de la *Securities and Exchange Commission (SEC)*, visant à augmenter la transparence des marchés financiers et

⁵ Précisons ici que les réseaux interfirmes ne se limitent, cependant, pas aux seules économies occidentales, mais se retrouvent, par exemple, également en Asie (HAMILTON *et al.*, 1990 ; GERLACH, 1992 ; WONG, 1996 ; AU *et al.*, 2000 ; HERACLEOUS / MURRAY, 2001, pp. 145-148 ; PENG *et al.*, 2001 ; KIM, 2003 ; PHAN *et al.*, 2003 ; KIM, 2005 ; TAN / KEONG, 2006).

⁶ Pour une comparaison de divers réseaux nationaux, *cf.* notamment STOKMAN / WASSEUR (1985), CHANDLER (1990), Mac CANNA *et al.*, 1998 ; HALL / SOSKICE (2001), WINDOLF / NOLLERT (2001), WINDOLF (2002) et NOLLERT (2005b).

⁷ *Cf.* notamment BRANDEIS (1914) et ABRAHAM (1973).

⁸ *Cf.* *Sherman Act* (1890), *Clayton Act* (1914), *Banking Act* (1932), *Bank Holding Company Act* (1956) et *Depository Institutions Management Interlocks Act* (1978).

à contraindre l'espace discrétionnaire des équipes dirigeante afin d'aboutir à une meilleure protection des intérêts des apporteurs de fonds propres. Bon nombre de ces mesures abordent également la question des réseaux interfirmes. Dans leur sillage, diverses recommandations relatives aux liens interconseils ont été développées, ces dernières étant, cependant, dans la plupart des cas, limitées au seul aspect du cumul de mandats sociaux.⁹

À la différence des relations interentreprises américaines, les critiques adressées aux réseaux de firmes français étaient beaucoup moins vives.¹⁰ Ceci semble essentiellement dû à deux raisons. D'une part, les structures de réseau dans l'Hexagone ont été soumises, au cours de l'histoire, à des changements parfois considérables, les périodes de renforcement et de diminution des liens interentreprises se relayant suite aux réorganisations récurrentes du secteur bancaire. De surcroît, l'influence de l'État *via* les participations financières et l'envoi de ses représentants dans les organes de gouvernance a varié selon l'époque considérée. D'autre part, la position des autorités politiques vis-à-vis des relations interorganisationnelles était plutôt favorable, reconnaissant souvent les avantages d'un certain pilotage de l'économie.

Dans le sillage de l'ouverture du marché financier et d'une vague de privatisations publiques – entamée notamment par l'État français – la perception des réseaux a toutefois changé ces 30 dernières années. De fait, au regard d'une financiarisation croissante de la gouvernance qui accorde une plus grande importance aux actionnaires, les relations interentreprises étaient considérées par les investisseurs, de plus en plus souvent, comme un obstacle à une gestion de la firme efficace.¹¹ En conséquence, différentes normes de « bonne gouvernance », développées afin de stimuler la création de valeur, préconisent une limitation des réseaux interfirmes, les réglementations respectives étant principalement axées sur les liens personnels.¹²

Enfin, en ce qui concerne les réseaux interfirmes allemands, ils ont bénéficié, depuis leur naissance, d'une bienveillance du côté des milieux politiques, de l'opinion publique et de la recherche.¹³ Grâce à cette bienveillance a pu se développer, au fil du temps, le célèbre modèle du « capitalisme coordonné allemand ». Au sein de ce système, le pilotage économique est majoritairement organisé hors marché, la coordination des différents acteurs étant généralement dirigée par les grandes banques et compagnies d'assurance. La logique qui sous-tend ce modèle est qu'une régulation active hors marché est supposée être mieux à même que le capitalisme

⁹ Cf. notamment les recommandations de la NACD (1996) et du *Council of Institutional Investors* (2003).

¹⁰ Pour l'évolution des réseaux interfirmes français, cf. MORVAN (1972), BOUVIER (1973), BELLON (1980), CHANDON (1989), HAUTCŒUR (1996, 1997), MORIN (1974, 1989, 1996) et O'SULLIVAN (2001).

¹¹ Cf. ici notamment BAUDRU / KECHIDI (1998), HANCKE (2001) et MORIN / RIGAMONTI (2002).

¹² Cf. les préconisations faites par les rapports Viénot I (1995), Viénot II (1999) et Bouton (2002).

¹³ Pour l'histoire des réseaux interfirmes en Allemagne, cf. notamment JEIDELS (1905), HILFERDING (1923), KOCKA (1980), ZIEGLER *et al.* (1985), BEYER (1996), WINDOLF / BEYER (1996), HÖPNER / KREMPEL (2004) et FRANKS *et al.* (2005).

libéral à l'anglo-saxon de prendre en compte les intérêts des parties prenantes de l'entreprise et de stimuler ainsi le bien-être social de toute la Société. Cette image très positive des réseaux interfirmes en tant que forces régulatrices et protectrices non négligeables, au service non seulement des multiples entreprises y participant, mais également des salariés et de l'État allemand, allait longtemps dominer la pensée économique outre-Rhin.

Néanmoins, l'ampleur prise par le thème de la gouvernance des entreprises depuis les années 90, a conduit à une remise en question du rôle supposé positif des réseaux. De fait, au vu de l'internationalisation des marchés financiers, bon nombre de firmes se sont vues confrontées à des contraintes auxquelles la logique traditionnelle de réseaux ne pouvait plus répondre. Parallèlement, la plus forte influence des investisseurs institutionnels internationaux nécessitait un renforcement des réglementations et recommandations relatives aux relations personnelles et financières.¹⁴ En conséquence, la première économie européenne connaît, depuis une bonne dizaine d'années, une restructuration assez importante de ses réseaux interfirmes.¹⁵

Dans cette première partie, qui se veut introductive, nous visons à détailler les aspects précités de façon à faire ressortir, sous une forme comparative, le rôle que jouent les relations interentreprises dans les systèmes de gouvernance de part et d'autre du Rhin. À ce titre, nous nous limiterons à l'analyse de deux types de relations interfirmes : les liens personnels et financiers. Afin d'obtenir une image pertinente de leur nature, nous évoquerons notamment les caractéristiques structurelles de ces relations, les différentes réglementations et les restrictions imposées par le législateur, ainsi que leur évolution historique.

Nous commencerons par présenter les diverses variantes des liens personnels et financiers qui peuvent théoriquement exister (chapitre 1). Ici, l'accent sera mis sur le potentiel d'influence que ces types relationnels sont susceptibles de mobiliser. Dans un second temps, nous détaillerons les particularités des systèmes de gouvernance français et allemand, relatives à ces formes relationnelles (chapitre 2). Nous nous interrogerons, notamment, sur la nature et les fonctions des organes de gouvernance, les différentes réglementations législatives des liens, et les recommandations faites par divers codes de bonne conduite face à ce sujet. Enfin, nous évoquerons en détail l'évolution historique des réseaux interfirmes dans les deux pays de notre analyse (chapitre 3). Nous commencerons lors de la période de l'industrialisation, passerons par l'après-guerre et les années 80, et conclurons par une présentation des récentes tendances à la dissolution des réseaux que l'on peut constater notamment depuis le milieu des années 90.

¹⁴ Cf. à ce titre notamment la loi *KonTraG* (1998), le *German Code of Corporate Governance* (2000), ainsi que le *Deutscher Corporate Governance Kodex* (2002) et ses récentes actualisations.

¹⁵ Pour les tendances à la décadence des réseaux interfirmes allemands, cf. notamment BEYER (2003), HÖPNER (2003) et STREECK / HÖPNER (2003).

Chapitre 1 : Les différentes formes des liens interentreprises et leurs significations

Depuis le début de l'industrialisation au XIX^e siècle, le monde des affaires se caractérise par l'existence de nombreux réseaux interentreprises. Ces réseaux représentent généralement toutes sortes de relations organisationnelles entre des firmes, telles que *gentlemen's agreements*, cartels, contrôle des marchés, *joint ventures*, relations de crédit, conglomerats, participations au capital ou relations personnelles. Ils peuvent être considérés comme des instruments permettant aux entreprises d'atteindre divers objectifs tels que la régulation des marchés, la coordination des activités commerciales ou, encore, la communication de leurs intérêts économiques (FENNELMA / SCHIJF, 1978, p. 298 ; WINDOLF, 2002, p. 13 ; NOLLERT, 2005b, p. 7).¹⁶

Apparaissant comme un moyen de concentrer le pouvoir économique, l'influence d'un réseau interfirmes – à savoir son potentiel effectif de coopération, de coordination stratégique et d'imposition de ses intérêts économiques – dépend essentiellement des structures organisationnelles internes, du nombre d'entreprises y participant, ainsi que de l'intensité des relations créées entre les différents partenaires (WINDOLF / BEYER, 1996, pp. 207-211).

Dans la recherche, le phénomène des réseaux interfirmes est généralement appréhendé par le concept de lien. Selon NOLLERT (2005b, p. 7), la notion de lien fait, ici, référence à une coopération entre deux entreprises, caractérisée par un certain degré d'institutionnalisation. Notons que dans une telle perspective, les simples échanges de biens et de services ou encore les fusions ne sont donc pas directement considérés comme des relations interfirmes.

Si les liens interentreprises peuvent *a priori* être de nature multiple, la recherche en gouvernance semble toutefois privilégier les relations qui relèvent, soit du partage de mandataires entre organes de gestion, soit de l'existence de participations financières. Pour ces deux types de liens, les travaux mobilisent généralement des variables telles que le cumul de mandats sociaux, le nombre de mandataires appartenant à un réseau spécifique ou la structure de propriété, l'objectif étant de vérifier leur impact sur la capacité de l'entreprise à créer de la valeur.

Avant de commencer à évoquer en détail les caractéristiques des relations interfirmes, il nous semble judicieux de définir les termes que nous utiliserons tout au long de ce travail de recherche. Ainsi nous entendrons par la notion de « lien » une relation entre au moins deux entreprises qui peut être nouée par deux voies d'intervention différentes. D'une part, elle peut être

¹⁶ Cf. également HERACLEOUS / MURRAY (2001, p. 137) : « [...] with the creation of networks there is a multiplicity of viable objectives, for example increasing innovation, gaining access to new markets, sharing network resources, reducing cycle times, decreasing transaction costs, managing uncertainty or lobbying regulatory bodies ».

la résultante d'une présence d'une personne chargée de responsabilités élevées – à savoir d'un membre du *management* ou de l'organe de contrôle – dans deux firmes. Dans un tel cas, nous appellerons la relation « lien personnel ». D'autre part, la participation d'une entreprise au capital d'une autre peut de même être à l'origine d'une relation interfirmes. Ce second type de relation sera qualifié de « lien financier ». Enfin, la notion de « réseau » caractérisera une accumulation de plusieurs liens interconseils et / ou financiers liant au moins trois sociétés. À ce sujet, nous tenons à souligner que les termes « réseaux d'entreprises », « réseaux de firmes », « réseaux interentreprises » et « réseaux interfirmes » seront utilisés comme synonymes.¹⁷

Compte tenu de ces définitions, notre analyse des réseaux interfirmes se limitera ainsi aux seuls liens de personnes et de capital. En conséquence, toute autre forme interorganisationnelle ne sera pas explicitement considérée dans ce travail. La restriction à ces deux types de liens s'impose pour différentes raisons. D'une part, les recherches portant sur les relations personnelles et financières entre firmes sont peu nombreuses en sciences de gestion. Ceci est d'autant plus surprenant que les réseaux – considérés comme l'un des principaux éléments des économies française et allemande – occupent, depuis très longtemps, une place privilégiée dans la recherche en sociologie. D'autre part, l'analyse des liens interconseils et financiers, au travers d'une perspective élargie de la gouvernance des entreprises, permet de réexaminer un objet de recherche très fréquemment abordé : le rôle du conseil d'administration.

Si ce dernier se voit attribuer, dans la vision financière de la gouvernance, une fonction purement disciplinaire en vue de délimiter l'espace discrétionnaire des dirigeants, son champ de préoccupation s'élargit davantage dans une approche synthétique qui inclut également des aspects sociologiques et stratégiques. Rassemblant les compétences de ses membres, le conseil d'administration contribue, ici, non seulement au contrôle du *management*, mais également, à travers les échanges cognitifs en son sein, à l'élaboration de la stratégie et soutient ainsi de manière active l'équipe dirigeante. Dans une telle perspective, l'influence des liens interfirmes – le plus souvent supposée négative dans l'approche juridico-financière – ne doit ainsi pas être forcément défavorable et peut même stimuler la création de valeur.

Ce premier chapitre vise à mettre en lumière les variantes de liens personnels (section 1) et financiers (section 2) qui peuvent exister. À ce titre, nous analyserons, pour chaque forme présentée, le potentiel d'influence qui s'offre à une firme y participant. Précisons que notre présentation se veut généraliste. En conséquence, elle comprendra les formes relationnelles les plus fréquemment observées dans les économies française ou allemande.

¹⁷ Pour la proposition d'une typologie sociostratégique des réseaux, cf. notamment HERACLEOUS / MURRAY (2001, pp. 141-145). Ces auteurs proposent une classification des réseaux interfirmes en quatre formes, basées tant sur le niveau d'interdépendance des participants que sur la durabilité du réseau même.

Section 1 : Les liens personnels

Les liens personnels sont généralement considérés comme les principaux indicateurs des réseaux interfirmes. Compte tenu de la domination exercée sur la recherche en gouvernance par les travaux anglo-saxons, la notion d'« *interlocking directorates* » est d'usage courant. Entendu au sens large, ce terme reflète le partage commun de personnes occupant une fonction de responsabilité entre au moins deux firmes (ALLEN, 1974 ; USEEM, 1984 ; SCOTT, 1985 ; PETTIGREW, 1992 ; MIZRUCHI, 1996).¹⁸ Dans la littérature française, les termes de « liens personnels », « réseaux d'administrateurs et de dirigeants » et « liens humains » sont utilisés le plus souvent pour qualifier les relations de personnes établies entre les organes de gestion des entreprises (CHANDON, 1989 ; CHARREAUX / PITOL-BELIN, 1990 ; CHARREAUX, 2003).

Enfin, dans l'espace scientifique germanique, les notions le plus fréquemment mobilisées pour rendre compte du phénomène des liens personnels sont celles de « *Personalverflechtungen* » et de « *personelle Verflechtungen* » (SCHMIDT, 1974 ; ALBACH / KLESS, 1982 ; ZIEGLER, 1984 ; PAPPI *et al.*, 1987 ; PAPPI, 1992 ; WINDOLF / NOLLERT, 2001 ; NOLLERT, 2005b). À ce titre, nous tenons à préciser que ces notions apparaissent plus larges que les précédentes. De fait, dans la mesure où le système de gouvernance allemand se caractérise par une structure duale avec cogestion des salariés, la notion de *Personalverflechtungen* comprend *a priori* également toute relation établie à travers les représentants du personnel et des syndicats.¹⁹

Les liens personnels interfirmes peuvent se présenter sous de nombreuses formes, selon les objectifs et les personnes respectifs qui y participent. Sont habituellement distinguées, par la recherche, les relations directes (sous-section 1.1) des relations indirectes (sous-section 1.2) et indirectes supplémentaires (sous-section 1.3). Par la suite, nous présenterons, à titre illustratif, les principales caractéristiques de chacune de ces trois formes relationnelles. Ajoutons finalement qu'il est également d'usage courant, notamment en sociologie, de classer les réseaux interfirmes selon leurs différentes formes structurelles.²⁰

¹⁸ Précisons ici que le système de gouvernance anglo-saxon se caractérise par une structure moniste, à savoir l'existence d'un seul organe administratif – dénommé *board of directors* –, chargé à la fois de la surveillance de l'équipe dirigeante et de la gestion de la firme. Les administrateurs et les directeurs généraux – appelés respectivement *directors* et *executive directors* – sont alors réunis au sein d'un seul conseil.

¹⁹ Est entendue par structure duale un mode organisationnel au sein duquel la gestion de firme est assurée par un directoire et un conseil de surveillance, les organes administratifs étant ainsi strictement séparés. Tandis que le directoire est chargé de la gestion administrative de la firme, le conseil de surveillance a principalement vocation à nommer les membres du directoire et à contrôler leur gestion. Nous préciserons davantage les caractéristiques du système de gouvernance allemand dans le second chapitre de cette partie.

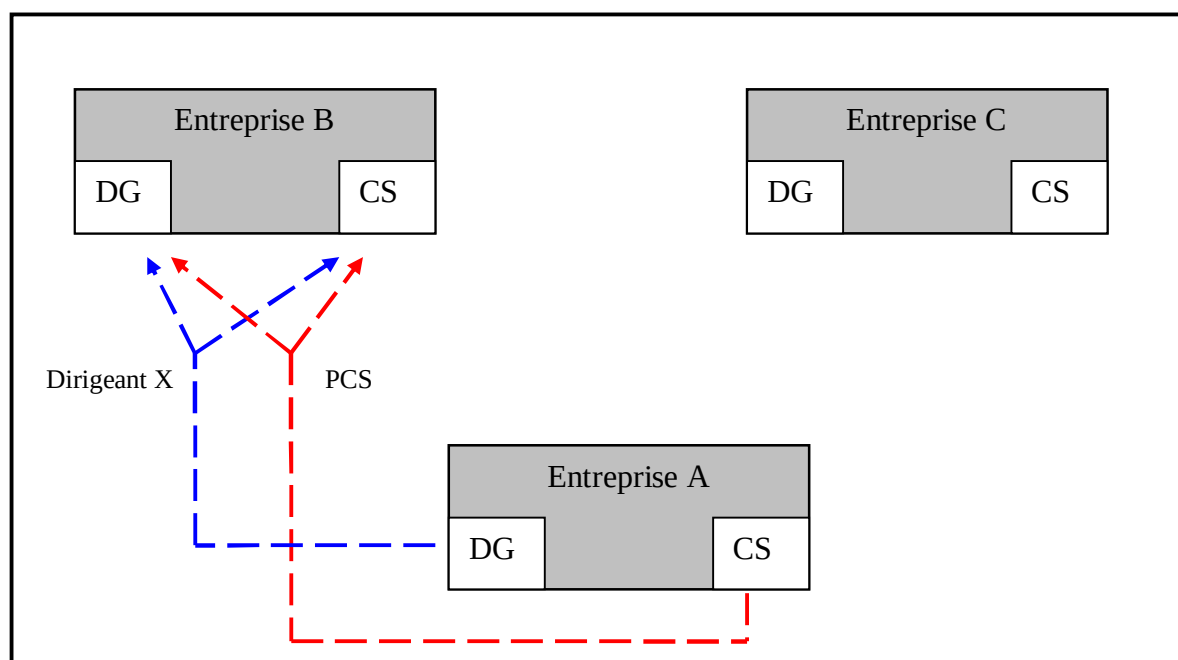
²⁰ Ainsi, WINDOLF / BEYER (1995, pp. 3-5) proposent une classification en clique réciproque, étoile, pyramide et cercle. Pour affiner cette distinction, BEYER (1996, pp. 82-89) propose de la combiner avec la classification en *in-* et *outdegrees* de FREEMAN (1979) et distingue les entreprises selon qu'elles sont émettrices, réceptrices, intermédiaires ou isolées.

1.1 Les relations directes

Les relations directes sont supposées être les liens personnels les plus importants. Par conséquent, elles jouent un rôle prépondérant dans l'analyse et l'évaluation des relations entre firmes. La notion « directe » fait référence aux relations établies *via* des membres de l'organe de direction (PAPPI, 1992, col. 1963-1964).²¹ Grâce à ces personnes, qualifiées de « connecteurs », les sociétés concernées peuvent échanger des informations de première qualité et, le cas échéant, en profiter pour réaliser une meilleure mise en œuvre de leur propre gestion d'entreprise (BURT, 1980, pp. 74-77). Par ailleurs, ce type de relation personnelle comprend souvent les principaux dirigeants qui possèdent un pouvoir d'influence non négligeable sur les décisions stratégiques et de recrutement de la firme surveillée (WINDOLF, 2002, p. 15).

Sans prétendre que les liens personnels directs soient toujours établis de façon consciente et ciblée, ils représentent des relations interfirmes particulièrement fortes qui ont souvent vocation à traduire – ou à renforcer – les relations institutionnelles de nature financière ou commerciale (MORVAN, 1972, p. 107 ; SCOTT, 1987, p. 211). Ainsi, leur analyse permet de donner une première indication des dimensions relationnelles au sein d'un réseau.

Figure 2 : Les relations directes



Source : notre propre graphique, CS = conseil de surveillance, DG = direction générale, PCS = président du conseil de surveillance

²¹ PAPPI (1992, col. 1963-1964) utilise la notion de « *gerichtete Beziehungen* » pour caractériser les liens noués entre les personnes issues de la direction générale. Nous traduisons ce terme, ici, par « relations directes ».

La figure 2 nous servira d'exemple pour mettre en lumière la nature des relations directes. Nous considérons, ici, trois sociétés cotées (A, B et C) à structure duale, chacune étant composée d'une direction générale (DG) et d'un conseil de surveillance (CS). On parle d'une relation personnelle directe, si au minimum l'un des membres du directoire d'une entreprise occupe simultanément un mandat de contrôle dans une autre société, ou, plus rarement, s'il siège dans la direction générale de cette firme.²² Dans notre exemple, la personne X, issue de la direction générale de l'entreprise A, peut ainsi créer deux relations directes de nature différente, marquées par les flèches bleues. Premièrement, elle peut, outre son poste de *management* de la firme A, en occuper un deuxième dans l'entreprise B, créant ainsi un lien direct entre les deux firmes au niveau des organes de direction.²³ Deuxièmement, la personne X peut de même exercer un mandat de contrôle dans le conseil de surveillance de l'entreprise B, créant ainsi une connexion directe entre les deux sociétés respectivement considérées.

Dans la littérature, la notion de relation directe, telle que nous l'avons caractérisée, se limite souvent aux directeurs généraux (PAPPI, 1992, col. 1963-1964). Toutefois, nous pensons qu'il convient d'élargir ce terme aux liens établis par les personnes présidant l'organe de contrôle (PCS), marqués en rouge. Ceci permettra, à notre avis, de mieux rendre compte de la position privilégiée qu'occupe habituellement le président du conseil de surveillance. Cette position tire son pouvoir du fait, qu'en réalité, le conseil de surveillance est souvent présidé par l'ancien président du directoire.²⁴ Bénéficiant des relations établies pendant sa période « active », celui semble exercer un mandat privilégié en termes de pouvoir de communication et d'influence vis-à-vis de la direction générale actuellement en place. En effet, c'est notamment à travers ces relations personnelles qu'il peut apporter à l'équipe dirigeante les informations et les connaissances acquises lors de l'exercice de ses mandats de contrôle externes.

Notons, finalement, que dans le cadre d'autres formes organisationnelles existant au niveau des entreprises – qu'il s'agisse de la structure moniste traditionnelle à cumul de fonctions dans la personne du Président-directeur général ou encore de celle à séparation de fonctions –, la conception de liens personnels directs précitée reste *a priori* inchangée.

²² SCOTT (1987, p. 211) parle, dans le cadre d'une structure moniste anglo-saxonne, de « *primary interlocks* », relation caractérisée par un « *executive* » qui occupe un poste de contrôle dans une autre société.

²³ Notons toutefois que, dans la réalité, ce phénomène paraît se limiter au niveau intragroupe. Ainsi, PFANN-SCHMIDT (1995, p. 181), dans son analyse des relations personnelles de 492 entreprises allemandes, effectuée en 1989, constate que seulement 3,1 % des multimandataires occupent deux postes de direction, et que 0,2 % seulement exercent simultanément au moins trois mandats ; tous les postes étant par ailleurs situés dans les sociétés filiales du même groupe.

²⁴ En effet, selon les résultats de nos propres analyses, fin 2005, dans 16 des 30 premières sociétés allemandes cotées dans l'indice DAX 30, l'ancien président du directoire siégeait à la tête du conseil de surveillance, ce qui confirme la tradition dite « d'héritage de poste », souvent critiquée par la presse économique.

1.2 Les relations indirectes

Outre les relations de nature directe que nous venons de décrire, on parle également, dans la littérature, de relations personnelles indirectes entre firmes. Ce second type de lien semble nettement plus répandu que le premier. Pour mieux comprendre l'importance des relations indirectes, il nous semble utile de les différencier selon l'origine de leur formation.

Les relations indirectes naissent, dans la plupart des cas, parallèlement à la mise en place de liens directs (BURT, 1980, pp. 77-81 ; WINDOLF / NOLLERT, 2001, p. 57).²⁵ Habituellement établies *via* les directeurs généraux d'une entreprise, on peut admettre qu'elles sont associées à des objectifs d'information, de coordination ou de contrôle particuliers, réalisables grâce à la communication entre les différents représentants de la firme. En raison de leur constitution consciente, les liens indirects peuvent être considérés comme des éléments de réseau qui permettent d'approfondir les canaux de communication entre les firmes (SCOTT, 1987, p. 212). Par conséquent, la structure des relations indirectes peut donner de premières indications sur la stabilité et le degré d'intégration du réseau au sein d'une économie.

Néanmoins, la mise en place d'un lien interconseils indirect ne nécessite pas obligatoirement l'existence parallèle de relations personnelles directes. Par exemple, l'occupation simultanée de deux postes de contrôle par un représentant d'une association de protection des actionnaires crée une relation indirecte sans qu'il y ait de relations directes, la personne n'étant ni président d'un conseil de surveillance, ni originaire d'un quelconque directoire. En conséquence, une relation personnelle indirecte peut également être la résultante aléatoire de l'existence simultanée de relations personnelles directes (MIZRUCHI, 1996, p. 273).

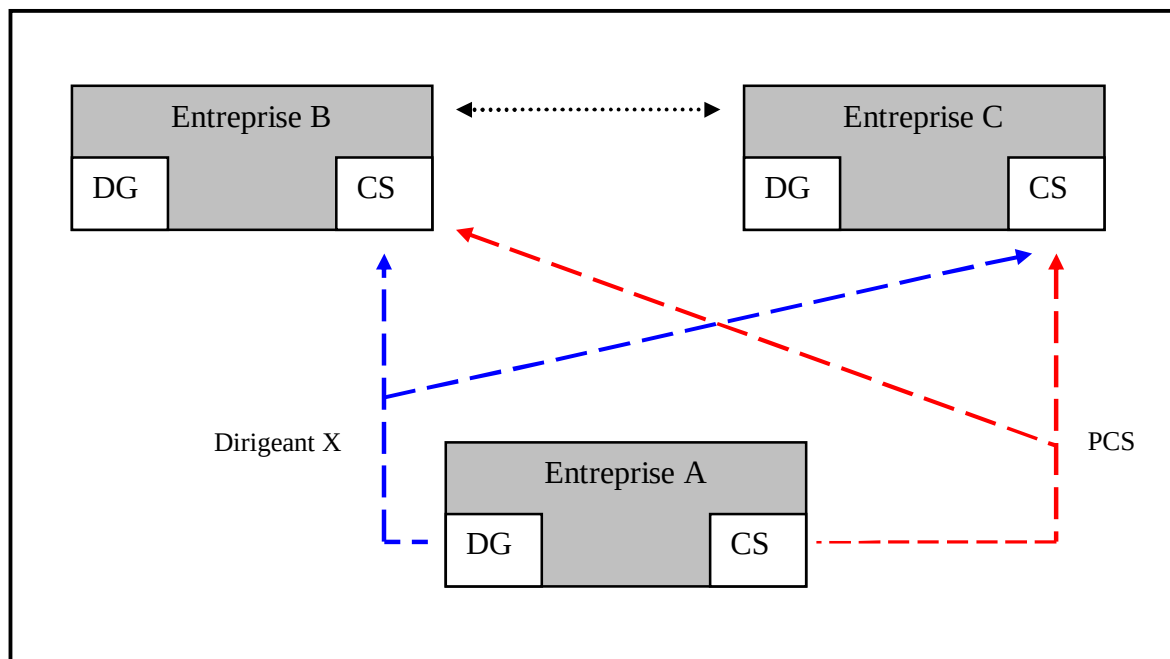
Précisons que nous entendons, ici, par « liens indirects » seulement ceux qui naissent en tant que « sous-produit » des relations directes, toute autre relation sans existence parallèle aux liens directs étant qualifiée de « relation indirecte supplémentaire ». Par ailleurs, il nous paraît judicieux de distinguer, au niveau des relations indirectes, trois variantes distinctes que nous dénommerons « relations indirectes de premier, second et troisième rangs ». Nous retiendrons, là encore, une structure duale. Pour ce qui est d'éventuelles modifications dans le cadre d'une structure moniste à séparation ou non des fonctions du Président-directeur général, elles seront explicitement considérées après la présentation des formes respectives.

²⁵ Dans son analyse, BURT (1980, pp. 77-81) renvoie plus particulièrement aux liens indirects, engendrés par un établissement financier. D'après l'auteur, ce type spécifique d'interconnexions présenterait l'avantage de permettre d'accéder – grâce aux activités des groupes financiers – à d'importantes informations, sans être obligé de coopter des représentants de différents secteurs économiques.

1.2.1 Les relations indirectes de premier rang

Les liens personnels indirects constituent, dans la plupart des cas, une connexion qui émerge parallèlement aux relations interconseils directes. Ainsi, l'envoi de la personne X, issue de la direction générale (DG) de l'entreprise A, dans les conseils de surveillance respectives (CS) des entreprises B et C, crée une relation indirecte entre ces dernières (figure 3).

Figure 3 : Les relations indirectes de premier rang



Source : notre propre graphique, CS = conseil de surveillance, DG = direction générale, PCS = président du conseil de surveillance

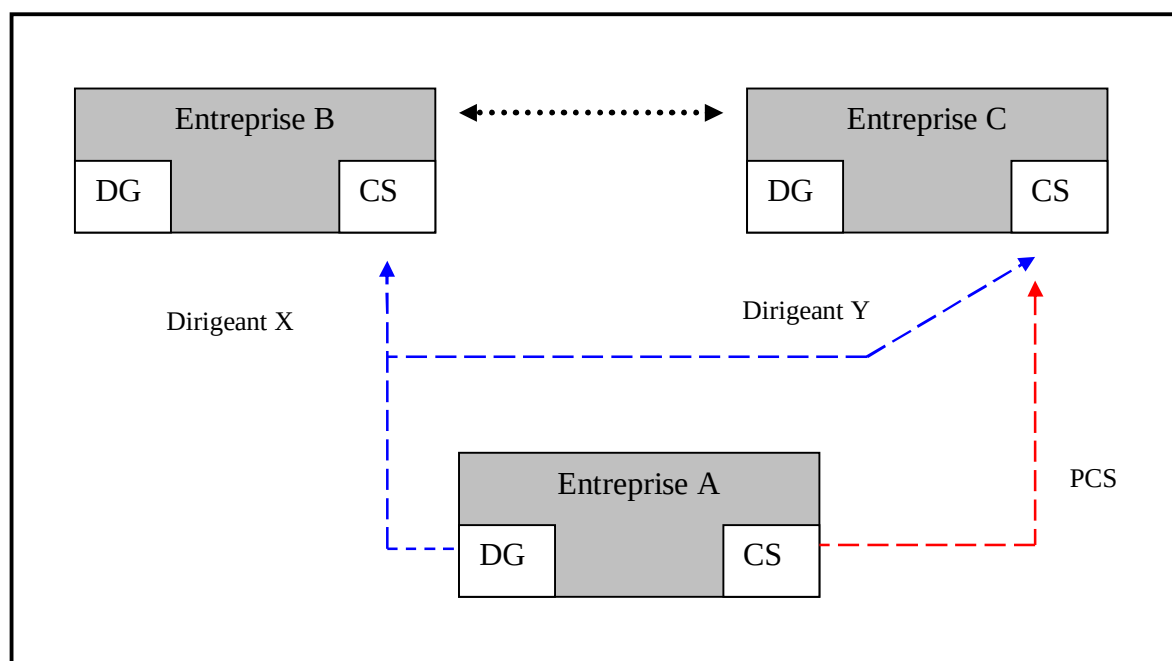
Cette relation peut être qualifiée de premier rang. De fait, la présence simultanée de la personne X au sein des organes de contrôle des sociétés B et C (flèches bleues) rend possible un canal de communication « sans pertes » entre ces deux entreprises (marqué par la flèche noire en pointillés). Précisons, cependant, que ce moyen de communication ne doit pas forcément, mais peut s'avérer particulièrement propice à l'entreprise A, notamment en termes de transfert d'informations, de connaissances et d'expériences *managériales*.

Tout comme dans l'exemple précédent, nous attribuerons au président du conseil de surveillance (PCS) la même importance qu'aux différents membres du directoire. Ainsi, l'établissement des relations indirectes de premier rang peut aussi émaner du chef de l'organe de contrôle (flèches rouges). Enfin, le raisonnement décrit ci-dessus reste *a priori* inchangé dans le cas d'une structure moniste, indépendamment de l'existence ou non de fonctions séparées entre le président du directoire et celui du conseil de surveillance.

1.2.2 Les relations indirectes de second rang

Dans le cas d'une relation indirecte de second rang (figure 4), la société A envoie la personne X de sa direction générale (DG) dans le conseil de surveillance (CS) de l'entreprise B, et la personne Y dans celui de la société C (flèches bleues). La relation émergeant entre B et C (flèche noire pointillée) peut être, de même, qualifiée d'indirecte.

Figure 4 : Les relations indirectes de second rang



Source : notre propre graphique, CS = conseil de surveillance, DG = direction générale, PCS = président du conseil de surveillance

Néanmoins, l'échange d'informations entre B et C est supposé être moins efficace qu'avant car les mandataires X et Y ne possèdent pas nécessairement une perception identique des affaires des sociétés respectivement représentées – d'où la qualification de relation indirecte de second rang.²⁶ Notons, à ce titre, qu'en raison de la relation privilégiée qu'entretient habituellement le président du conseil de surveillance (PCS) avec l'équipe dirigeante d'une firme, un canal de communication de même qualité peut être établi lorsque le premier administrateur de l'organe de contrôle se retrouve à la place du dirigeant Y (flèche rouge).

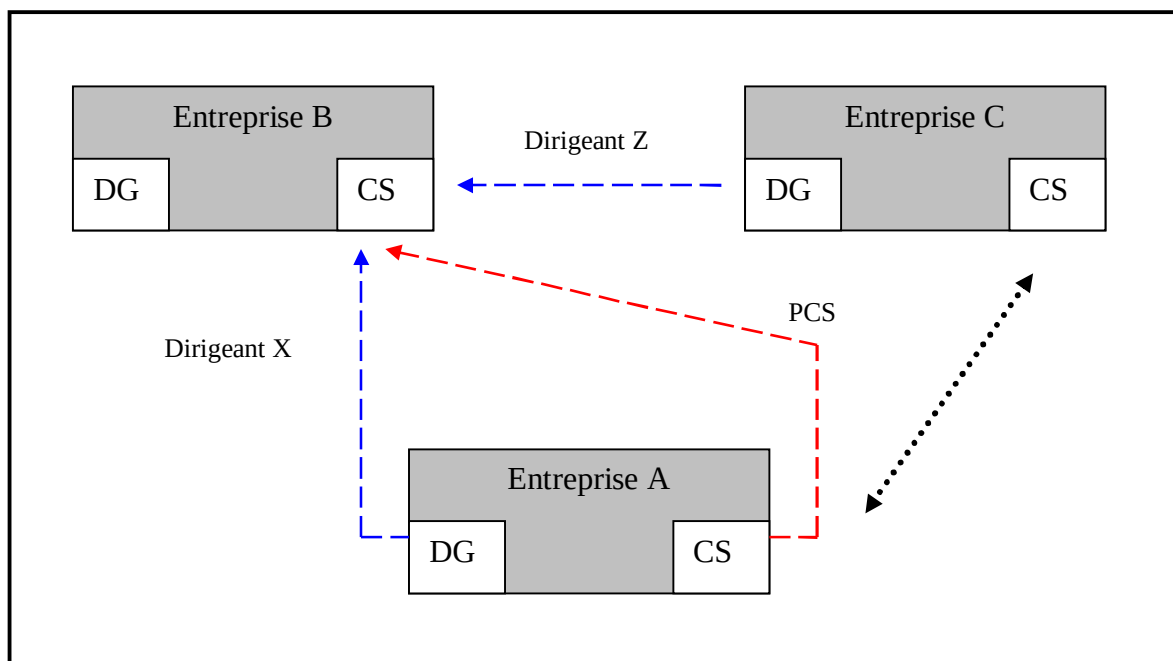
Pour ce qui est de la structure organisationnelle moniste, le raisonnement reste *a priori* de nouveau identique. En conséquence, on peut également l'appliquer aux membres du comité de direction et au Président-directeur général ou – en cas d'une structure organisationnelle à stricte séparation des fonctions – au Président du conseil d'administration.

²⁶ L'échange d'informations se réaliserait, ici, par exemple, lors des réunions du directoire de la société A.

1.2.3 Les relations indirectes de troisième rang

Enfin, peuvent exister des relations indirectes que nous caractériserons comme de troisième rang. Dans l'exemple de la figure 5, la société A envoie le dirigeant X et la société C, le dirigeant Z dans le conseil de surveillance (CS) de l'entreprise B (flèches bleues). Il en résulte une relation indirecte entre A et C (flèche noire pointillée), les deux dirigeants siégeant ensemble au sein de l'organe de contrôle d'une firme tierce. Cependant, la communication ne peut se dérouler que par les réunions de conseil de la firme B. Ainsi, le potentiel de transfert d'informations et de connaissances s'affaiblit encore par rapport à celui des liens indirects de second rang. Ajoutons qu'une relation indirecte de troisième rang peut aussi être établie *via* le dirigeant Z et le président du conseil de surveillance (PCS) de la société A. Pour ce qui est des firmes à structure organisationnelle moniste, le raisonnement reste *a priori* identique.

Figure 5 : Les relations indirectes de troisième rang



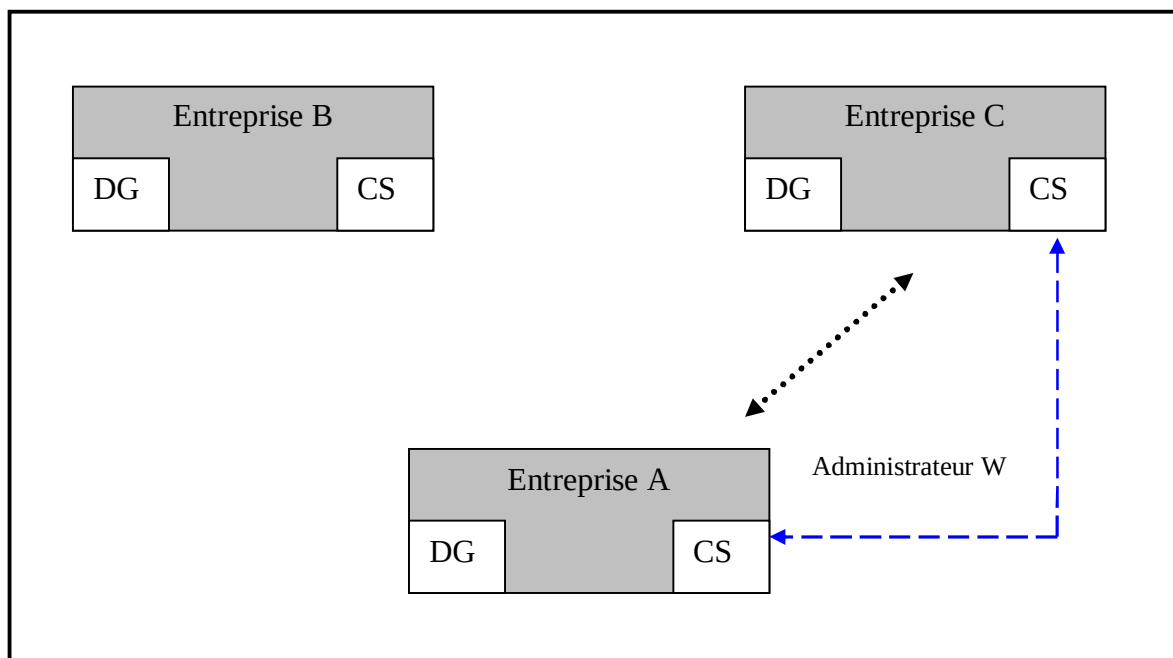
Source : notre propre graphique, CS = conseil de surveillance, DG = direction générale, PCS = président du conseil de surveillance

La distinction subtile entre les diverses relations personnelles indirectes nous paraît utile dans la mesure où elle permet d'indiquer les différents potentiels de communication et de transfert d'informations que les liens interconseils proposent en fonction de leur structure. Bien entendu, ceci ne veut pas dire que toutes ces relations soient véritablement utilisées en ce sens. Plutôt, notre analyse cherche à illustrer les potentiels de communication existants que les liens personnels seraient théoriquement susceptibles de mobiliser.

1.3 Les relations indirectes supplémentaires

Outre ces deux principales formes de liens personnels, il peut exister d'autres formes qui seront dénommées ci-après « relations indirectes supplémentaires ». Ces formes relationnelles peuvent naître sans existence préalable de relations directes.²⁷ Elles sont le produit d'une occupation simultanée d'au moins deux postes de contrôle par un administrateur externe, c'est-à-dire n'entretenant pas de contact professionnel direct avec l'équipe dirigeante. Il s'agit, par exemple, d'hommes politiques, de scientifiques, de représentants de diverses associations, d'experts de tous horizons ou d'anciennes personnalités dirigeantes de l'entreprise en question.²⁸

Figure 6 : Les relations indirectes supplémentaires



Source : notre propre graphique, CS = conseil de surveillance, DG = direction générale, PCS = président du conseil de surveillance

À l'instar de la figure 6, la personne W siège simultanément dans les conseils de surveillance des sociétés A et C (flèches bleues). Elle peut ainsi créer une relation économique entre ces deux entreprises qui rend possible un échange d'informations acquises lors des réunions de conseil respectives. Notons, à ce propos, que le raisonnement reste à nouveau identique dans le cas d'une structure moniste, tant que l'on considère uniquement les relations entre les administrateurs n'occupant pas de fonction exécutive dans les sociétés considérées.

²⁷ SCOTT (1987, p. 211) nomme ces relations « *secondary interlocks* ».

²⁸ Néanmoins, l'inclusion d'anciennes personnalités de la direction générale dans cette catégorie de liens personnels peut prêter à discussion dans la mesure où ces personnes entretiennent très souvent encore des relations privilégiées avec l'équipe dirigeante en place.

Le groupe des relations indirectes supplémentaires permet donc de recenser les administrateurs qui ne sont pas dirigeants d'autres entreprises. Associée aux liens indirects, cette forme relationnelle est souvent considérée comme un moyen additionnel pour renforcer les relations directes entre firmes. À ce sujet, SCOTT (1987, p. 212) tient à noter que, dans la mesure où les structures entre liens directs et indirects peuvent diverger, les relations indirectes peuvent également être à la base d'un réseau interfirmes qui est indépendant des liens institutionnels établis. Dans un tel cas, les canaux d'informations latents entre firmes seraient ainsi davantage mobilisés en vue de renforcer la cohésion sociale et la coordination des réseaux, et moins pour stabiliser les relations personnelles directes au niveau des entreprises.

Précisons finalement que l'utilité des relations indirectes supplémentaires paraît pourtant nettement moindre si on la compare à celle des relations personnelles directes et indirectes, notamment en raison du potentiel d'influence limité d'un « simple » administrateur sur le processus de prise de décision au sein des sociétés respectivement interconnectées.

La combinaison des différentes formes de liens personnels que nous venons de présenter permet de créer des réseaux interfirmes vastes et complexes, dont le potentiel de communication et d'échange d'informations dépend – outre le nombre des entreprises y participant – de la fréquence et de la répartition des liens interconseils respectifs. Ajoutons que les formes de lien retenues ne permettent pas, d'ailleurs, de recenser toutes les relations personnelles qui peuvent exister dans le monde des entreprises. De fait, l'analyse des relations étant limitée à l'organe de contrôle et à la direction générale, tout lien entre dirigeants qui n'occupent pas simultanément un poste de contrôle dans une entreprise externe, échappe au recensement.

Néanmoins, il convient de ne pas négliger ou de sous-estimer le potentiel d'influence d'autres formes relationnelles. Ainsi, comme le souligne CHARREAUX (2003, p. 59), des institutions telles que les cercles patronaux, les associations d'anciens élèves ou encore les clubs privés – auxquels la participation paraît conditionnée par l'origine sociale – peuvent également servir de lieux de rencontres de la classe *managériale*.²⁹ Stimulant la communication et l'échange d'informations et de connaissances, ces institutions sont tout de même susceptibles d'affecter les prises de décision des entreprises réseau. En effet, ces structures relationnelles spécifiques peuvent également avoir une influence non négligeable sur la politique des entreprises interconnectées, et là, plus particulièrement, sur les différentes décisions de nomination de dirigeants et d'administrateurs, sur les questions relatives à la rémunération et aux *stock-options*, ainsi que sur les grandes orientations stratégiques de l'entreprise.

²⁹ Nous entendons, ici, par « classe *managériale* » les dirigeants et les administrateurs des grands groupes.

Section 2 : Les liens financiers

Les liens financiers représentent les relations qu'une entreprise établit avec d'autres sociétés à travers des participations à leur capital.³⁰ Si ces participations peuvent *a priori* être construites dans l'objectif d'un placement rémunérateur ou spéculatif, cette motivation paraît, cependant, le plus souvent attribuée aux actionnaires privés. En revanche, l'objectif d'exercer le contrôle sur la société, ou de faire valoir une influence sur cette dernière, semble être la raison principale de la formation de participations financières entre firmes.

Le niveau d'influence qu'une entreprise peut exercer à travers une participation financière dépend habituellement, de façon proportionnelle, du nombre d'actions détenues.³¹ Plus la société cumule de titres, plus elle voit croître son potentiel d'influence dans la firme cible. Si elle détient, par exemple, un nombre suffisant d'actions pour obtenir la majorité des voix dans l'assemblée générale de l'autre, l'entreprise en question peut influencer sur la composition du conseil d'administration, et *in fine* – à travers la nomination de l'équipe dirigeante – sur les grandes orientations de la gestion d'entreprise (MORIN, 1996, p. 1262).

Néanmoins, pour estimer le contrôle effectif acquis au sein de la société possédée, d'autres facteurs d'influence doivent être également pris en compte. À ce propos, c'est notamment le fait que la société siège ou non au conseil d'administration, qu'elle soit entourée ou non d'autres actionnaires importants et qu'il existe ou non de bonnes relations avec ces actionnaires qui détermine le niveau de contrôle qui est effectivement réalisable. Autrement dit, « [...] la force du contrôle n'est pas toujours strictement proportionnée à l'importance de la prise de participation [...] » (MORVAN, 1972, p. 83). Toutefois, il convient de souligner à cet égard que l'utilisation d'autres mécanismes tels que les actions préférentielles, les droits de vote multiples ou les votes par procuration permet également – en raison de leur conception spécifique – d'influer sur le niveau de contrôle véritablement réalisé.

Les liens financiers entre firmes existent sous de nombreuses formes et sont généralement caractérisés par leur structure ou le niveau d'influence qu'ils permettent d'exercer. Par la suite, nous présenterons les formes de participations que l'on retrouve, le plus souvent, dans les réseaux interfirmes. Outre la présentation de la nature des liens, nous estimerons le potentiel d'influence qu'une firme peut réaliser à travers ses participations financières.

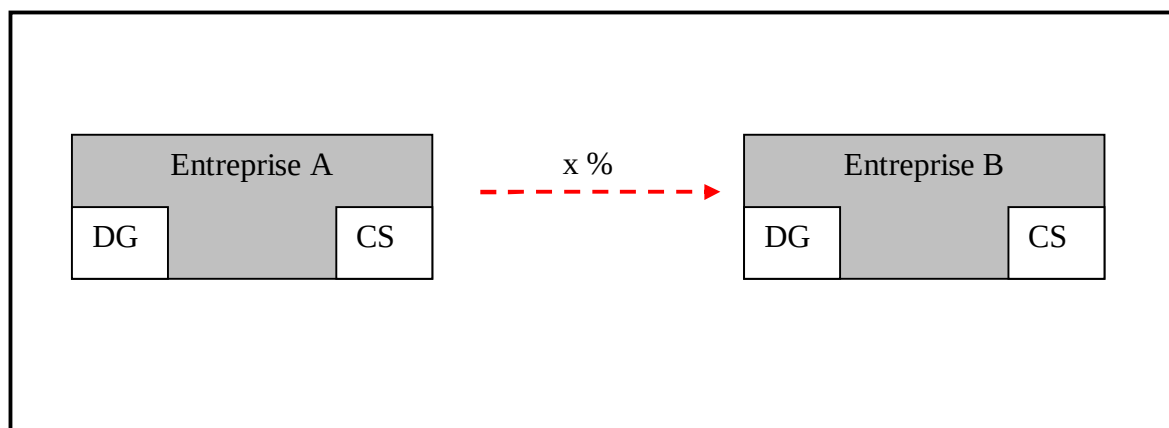
³⁰ Précisons que le même raisonnement s'applique *a priori* aux actionnaires individuels.

³¹ Néanmoins, en cas d'absence d'unicité du droit de vote par action, un niveau de contrôle donné peut être atteint avec une moindre détention d'actions.

2.1 Les participations simples

Les participations financières dites « simples » vont dans une seule direction. Ainsi, la détention de $x\%$ des actions de la société B par la société A crée un lien financier entre cette dernière et l'entreprise B (figure 7). Plus le nombre d'actions possédées par A en B est élevé, plus le potentiel d'influence de A sur B est grand. Précisons, à ce titre, que cette forme de détention de capital ne se voit généralement pas soumise à des contraintes législatives, ni au niveau de contrôle, ni au niveau du nombre de participations financières nouées.

Figure 7 : Les participations financières simples



Source : notre propre graphique, CS = conseil de surveillance, DG = direction générale

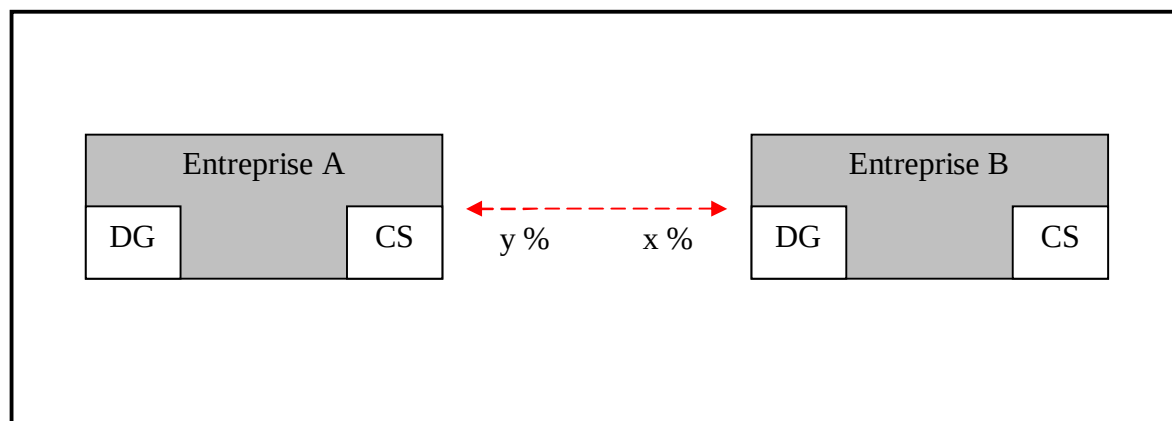
Pour mieux comprendre les conséquences d'une participation financière « ordinaire », prenons un exemple simple. Supposons que la société A, dont le capital se caractérise par une forte dispersion, possède la majorité absolue des actions de la société B, à savoir plus de 50 % de son capital. Sous condition d'absence de droits de vote multiples, quelle que soit leur nature, A obtient donc le contrôle ultime de la société B. Rappelons que la société A peut ainsi influencer sur les grandes décisions stratégiques de la société B, plus particulièrement sur la composition du conseil d'administration et – dans la mesure où ce dernier nomme les membres de la direction générale – indirectement aussi sur le *management* de B.

Si le pourcentage d'actions nécessaire pour contrôler une entreprise dans le cadre d'une simple participation au capital paraît relativement élevé, il faut toutefois noter qu'il s'agit, ici, d'un cas purement théorique. En réalité, il suffit ainsi habituellement – en raison notamment d'un certain nombre de phénomènes annexes tels que l'absentéisme des petits porteurs lors des réunions de l'assemblée générale – de détenir une minorité cohérente et stable d'actions afin de pouvoir exercer une influence sur une autre société (MORVAN, 1972, p. 70).

2.2 Les participations croisées

Dans le cas des participations croisées (ou réciproques), on parle d'une détention mutuelle des fractions de capital entre deux sociétés cotées, ceci ne nécessitant pas forcément que les participations soient équilibrées (figure 8). Dans notre exemple, la société A détient x % du capital social de la société B, tandis que celle-ci est également liée à A par une participation financière de y %. Lorsque les pourcentages d'actions détenues divergent, la question du contrôle ultime est fonction de l'écart entre les quotes-parts x et y . En revanche, en cas d'égalité, cette forme de participation permet de construire une structure d'autocontrôle.

Figure 8 : Les participations financières croisées



Source : notre propre graphique, CS = conseil de surveillance, DG = direction générale

En réalité, les participations croisées ont été confrontées à de nombreuses critiques, l'argument central étant généralement qu'elles permettraient aux sociétés respectives de se protéger – grâce à un effet de « verrouillage » – contre le contrôle des actionnaires (MORVAN, 1972, p. 71 ; MORIN, 1989 ; ADAMS, 1994, 1999 ; WENGER / KASERER, 1998). S'y ajoute que cette protection mutuelle est souvent accompagnée par une représentation simultanée des actionnaires dans les organes de contrôle respectifs des firmes.³²

Toutefois, les participations croisées ne semblent plus jouer un rôle prépondérant de nos jours. Ainsi, pour l'Allemagne, WINDOLF / BEYER (1996, p. 209) ne trouvent que cinq relations réciproques, celles-ci étant exclusivement nouées entre les entreprises du cœur de réseau.³³ En revanche, il n'existe pas, sauf exception, de liens financiers réciproques entre les grandes entreprises industrielles (HÖPNER / KREMPEL, 2004, p. 341).

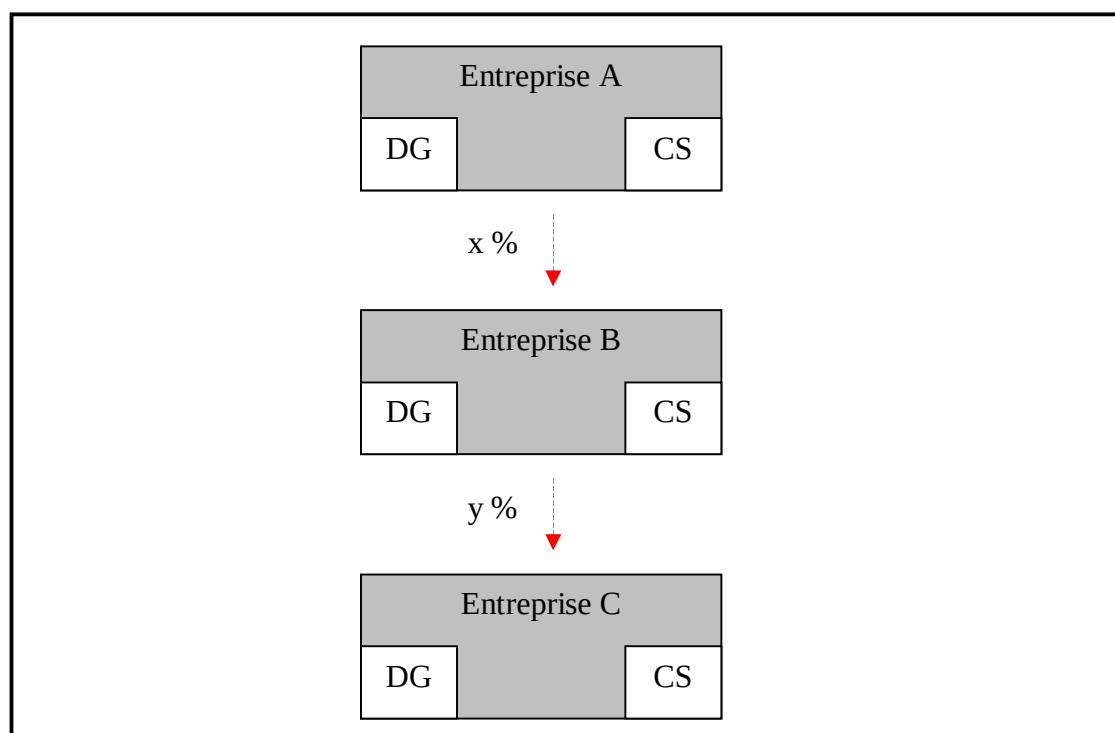
³² Précisons que la législation allemande n'autorise pas l'échange croisé d'administrateurs exécutifs des deux entreprises dans leurs conseils de surveillance. Ainsi, les participations croisées ne peuvent s'accompagner que d'un envoi mutuel d'administrateurs non exécutifs, ou se limitent aux dirigeants d'une seule direction.

³³ Ces chiffres semblent stables dans le temps. Ainsi, la MONOPOLKOMMISSION (2002/2003, p. 255) trouve, pour l'année 2002, quatre participations réciproques parmi les 100 premières firmes allemandes.

2.3 Les participations pyramidales

Outre les formes de participation précédemment décrites, il existe d'autres moyens de créer des liens de capitaux entre firmes, la structure pyramidale en étant un premier exemple (figure 9).³⁴ Dans ce dernier cas, la société A détient une proportion de $x\%$ du capital de la société B, tandis que celle-ci, en possédant $y\%$ des actions de la société C, est actionnaire de cette dernière. Si l'on suppose que la part détenue par A est suffisamment grande – généralement, on parle d'une position de contrôle si le total des actions détenues dépasse le seuil de 20% – et que A n'est contrôlée par aucun actionnaire dominant, la société A peut influencer la politique d'entreprise de B par rapport à la société C.³⁵ Supposons, de plus, que la société C n'ait aucun autre actionnaire dominant que l'entreprise B. Dès lors, A possède $x\% \cdot y\%$ des actions de C, mais peut exercer $y\%$ des droits de vote, car elle domine B. Autrement dit, A peut contrôler C sans qu'elle ait besoin de posséder directement des fractions du capital de C.³⁶

Figure 9 : Les participations financières pyramidales



Source : notre propre graphique, CS = conseil de surveillance, DG = direction générale

³⁴ Notons que ces formes sont parfois également dénommées « participations en échelle » ou « participations en cascade » (MORVAN, 1972, p. 71).

³⁵ À ce sujet, cf. également HILFERDING (1970 [1909], pp. 177-178) qui avait déjà constaté au début du XX^e siècle : « En fait, le montant du capital qui suffit pour contrôler la société par actions est d'ordinaire encore plus faible, et va d'un tiers à un quart du capital et même moins. Mais celui qui contrôle la société par actions a sur le capital étranger le même pouvoir de décision que sur le sien propre ».

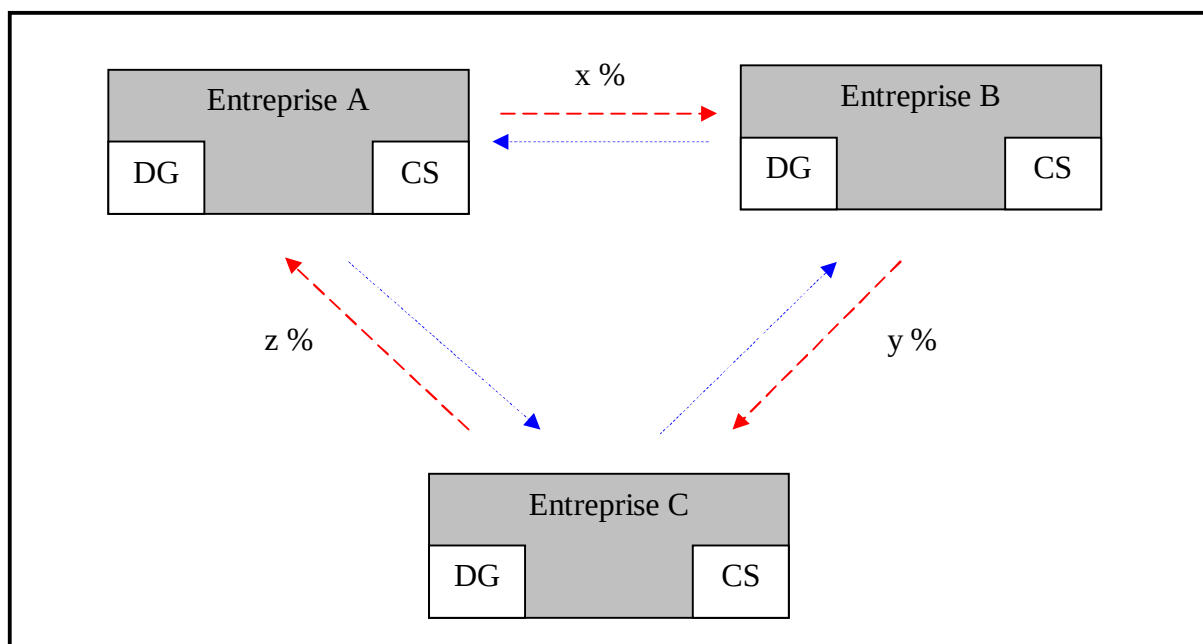
³⁶ Concernant le rôle et l'usage de la structure pyramidale dans les groupes familiaux, cf. notamment ALMEIDA / WOLFENZON (2006).

La structure pyramidale reflète donc les participations indirectes à travers des intermédiaires, entraînant une divergence entre les droits pécuniaires et les droits de vote. Cet écart est habituellement mesuré par le ratio « *ownership - control* » (FACCIO *et al.*, 2001, p. 55), autrement dit le rapport « propriété / décision ». Plus les chaînes de participations sont longues, plus l'écart entre la propriété indirecte et les droits de vote sera grand. La structure pyramidale se retrouve notamment dans les participations circulaires. Utilisée et combinée avec les autres formes de participation, elle permet aux entreprises du réseau de contrôler plusieurs firmes sans être obligées de détenir une majorité des actions de ces dernières.

2.4 Les participations circulaires

Les participations financières circulaires représentent des structures de capital très complexes.³⁷ Ces structures sont exemplaires pour la « *Deutschland AG* » – tant de fois critiquée par la presse et par les médias. Généralement, on peut distinguer deux formes. La première – parfois appelée participation d'autocontrôle – se caractérise par la détention d'une fraction notable du capital d'une société mère par une ou plusieurs de ses filiales, débouchant sur un autocontrôle financier du groupe (MORIN, 1989, pp. 49-50). Dans le second cas, on parle de détentions d'actions entre sociétés « amies », qui peuvent être réciproques (figure 10).

Figure 10 : Les participations financières circulaires



Source : notre propre graphique, CS = conseil de surveillance, DG = direction générale

³⁷ Ces structures sont parfois aussi dénommées « participations en chaîne » (MORVAN, 1972, p. 72).

À l'instar de la figure 10, l'entreprise A obtient toujours une part de $x\%$ du capital de la société B, tandis que celle-ci est liée à la société C par une participation à hauteur de $y\%$. De son côté, C détient une participation financière de l'ordre de $z\%$ dans la société A. Par ailleurs, il peut même s'y ajouter des détentions d'actions croisées (flèches bleues pointillées), renforçant encore l'effet décrit des participations circulaires.³⁸

Les participations circulaires permettent aux sociétés en faisant partie de créer une structure de propriété autocontrôlée. En d'autres termes, les entreprises détiennent, *via* la chaîne de participations financières, des fractions de leur propre capital social (MORVAN, 1972, p. 72 ; ADAMS, 1999, p. 81). Or, cette forme de participation semble être particulièrement lourde de conséquences. Ainsi, l'acceptation d'une réciprocité dans la détention du capital conduit à une neutralisation partielle, voire même totale de la propriété. Ceci entraîne le risque d'un renforcement du pouvoir des dirigeants au sein des entreprises liées, dans la mesure où se manifeste, à travers les réseaux, une structure de pouvoir, sans qu'il y ait de véritable contrepoids pour les contrôler (MORIN, 1996, p. 1263). De fait, une telle structure « [...] facilite [...] la séparation entre la propriété et le pouvoir, et donc la mise en place de pouvoirs technocratiques, sans véritable responsabilité patrimoniale » (MORIN, 1989, p. 49).

Concernant les différentes formes de participations financières que nous venons de décrire, nous tenons à préciser que l'on rencontre fréquemment diverses combinaisons dont la complexité dépasse largement la simplicité des schémas précédemment exposés. En effet, les diverses structures évoquées sont habituellement conjointement utilisées, de façon à mettre en place des structures de contrôle bien plus compliquées.

Par ailleurs, ces participations financières complexes ne sont pas rares en réalité. Ainsi, d'après une analyse menée par BEYER (1996) sur près de 700 entreprises allemandes, une firme sur cinq environ possède des relations financières à caractère croisé ou circulaire.³⁹ Il en va de même pour l'Hexagone où les nombreuses privatisations au début des années 90 auraient conduit, selon MORIN (1996, pp. 1262-1266), à un sensible accroissement de la propriété circulaire. Plus précisément, le recours à la technique des « noyaux durs bouclés » aurait permis d'intégrer les anciennes parts de capital, cédées par l'État français, dans un réseau dense de participations réciproques des grands groupes industriels, commerciaux et financiers dont le résultat aurait été une sensible neutralisation du pouvoir associé à la propriété.

³⁸ Notons que les structures circulaires sont également possibles dans le réseau des liens personnels et y peuvent notamment servir à contourner des restrictions relatives à d'échanges réciproques de mandataires (*Cf.* à ce titre SCHMIDT (1974) et ENTORF *et al.* (2009, pp. 1118-1119).

³⁹ Raisonnant sur le fait que 25,1 % des entreprises outre-Rhin ne disposent d'aucun lien financier avec d'autres sociétés, BEYER (1996, p. 85) conclut néanmoins que les participations financières circulaires et croisées ne paraissent pas être une forme structurelle récurrente dans l'économie allemande. Cet auteur conteste ainsi l'argumentation qualitative d'ADAMS (1994) sur la prédominance des relations croisées et circulaires au cœur du réseau financier allemand.

Conclusion du chapitre 1

Ce premier chapitre introductif nous a permis de donner un bref aperçu de la nature des relations interfirmes et du rôle qu'ils peuvent jouer dans l'économie. Nous nous sommes notamment concentré sur la considération des relations interfirmes, nouées sur la base du partage commun de personnes entre les organes de direction et de contrôle, ainsi que sur les relations de capital entre les sociétés. Pour ces deux types de liens, nous avons détaillé les formes structurales que l'on retrouve, le plus souvent, dans le monde de l'entreprise.

Au niveau des liens personnels, trois formes majeures ont pu être retenues : les relations directes, indirectes et indirectes supplémentaires. Étant la résultante d'un envoi ciblé d'un directeur général ou du président du conseil de contrôle dans les organes de gouvernance d'une firme externe, les relations directes s'avèrent particulièrement importantes par rapport au potentiel d'influence que la firme émettrice est susceptible d'en tirer. Les relations indirectes naissent, quant à elles, en tant que « sous-produits » des relations directes. Si leur potentiel d'influence paraît moindre que celui des liens interconseils directs, elles représentent toutefois un élément constitutif non négligeable des relations interfirmes. Enfin, les relations indirectes supplémentaires sont, elles, situées au seul niveau des organes de contrôle et ont une influence nettement plus faible que les liens personnels de nature directe et indirecte.

Au niveau des liens financiers, nous avons pu identifier quatre formes différentes : les participations financières simples, croisées, pyramidales et circulaires. La participation simple permet, en fonction du pourcentage du capital détenu, d'exercer une influence sur l'entreprise et de déterminer, le cas échéant, les décisions majeures en son sein. Les relations croisées rendent possible la mise en place d'un système d'autocontrôle qui affaiblit l'influence du contrôle des actionnaires. Les relations pyramidales s'appuient sur des chaînes de participations et permettent d'exercer un contrôle avec une détention moindre de capital. Enfin, étant la forme la plus complexe, les relations circulaires permettent aux entreprises de contrôler, à travers la chaîne de participation, une partie de leur propre capital. Ces relations de capital complexes semblent jouer un rôle non négligeable dans les économies française et allemande.

La description détaillée des multiples formes de liens personnels et financiers nous paraissait nécessaire pour nous interroger davantage, dans le chapitre suivant, sur les diverses réglementations législatives de ces types de relations interfirmes qui ont été mises en place dans les systèmes de gouvernance de part et d'autre du Rhin.

Chapitre 2 : Les systèmes de gouvernance français et allemand et les réglementations portant sur les liens personnels et financiers

Les grandes économies industrialisées ont toutes parcouru un chemin qui leur était propre pour arriver aux positions qu'elles occupent dans le monde économique contemporain. Pourtant, malgré les récentes tendances à se diriger vers le modèle anglo-saxon – entraînée, en grande partie, par une activité de plus en plus globale, tant des grands groupes que des investisseurs – il n'existe toujours pas, à l'heure actuelle, de système de gouvernance communément adopté et établi. Bien au contraire, les systèmes économiques divergent toujours sensiblement selon que l'on se trouve aux États-Unis, au Japon ou en Allemagne (ROE, 1993). Ces différences reposent principalement sur ce qui est généralement qualifié de « dépendance de sentier » (ARTHUR, 1994 ; ROE, 1996).⁴⁰ Selon ce concept, les particularités nationales constatées relèvent de différentes conditions socioéconomiques, se manifestant notamment dans les systèmes financiers et juridiques ou dans les valeurs culturelles et sociales.⁴¹

Ainsi, l'évolution du système de gouvernance des États-Unis semble, dès le début, influencée par l'opposition des autorités politiques à toutes sortes de concentration économique. L'intermédiation indirecte *via* les banques étant supposée conduire à la concentration du secteur financier, le législateur américain a privilégié, en conséquence, le financement direct à travers les marchés de capitaux. Dans le sillage d'une séparation croissante des fonctions de propriété et de décision s'est développé ainsi ce que l'on appelle habituellement, depuis les travaux fondateurs de BERLE / MEANS (1932), le capitalisme *managérial*. Les problèmes liés à cette évolution allaient constituer le point de départ de nombreuses mesures visant à contraindre les dirigeants à gérer dans les intérêts des actionnaires. Le résultat a été l'émergence d'un système de gouvernance principalement axé sur la protection des investisseurs financiers.

Toute différente a été l'évolution en Allemagne. Dans ce pays, le financement de l'industrialisation a été majoritairement organisé par des banques universelles qui ont développé, au cours du temps, des relations particulièrement étroites avec l'industrie et ont participé de façon active à la politique industrielle (SHONFIELD, 1967 [1965] ; KOCKA, 1980 ; DEEG, 1999 ; HÖPNER, 2003a). Par ailleurs, dans l'histoire économique allemande, l'interaction commune de

⁴⁰ La notion de « dépendance de sentier » a été initialement introduite par DAVID (1985, p. 332) pour expliquer la réussite du clavier QWERTY comme standard pour les machines à écrire et, plus tard, pour les ordinateurs. Malgré l'existence d'un produit plus performant, le standard QWERTY avait réussi à s'imposer, ce que l'auteur explique principalement par sa réputation et les anticipations des consommateurs relatives à son futur usage. Précisons toutefois que le phénomène même de dépendance de sentier existe depuis les origines de toute activité économique où il s'est traduit notamment par une concentration des sites commerciaux et de production.

⁴¹ Pour une comparaison de différents systèmes de gouvernance (Allemagne, France, Japon, Grande-Bretagne et États-Unis), cf. notamment l'ouvrage de CHARKHAM (1994).

l'industrie, des banques et de l'État a toujours été considérée comme une forme organisationnelle supérieure au capitalisme traditionnel qui permet de mieux rendre compte des objectifs sociaux et de stabiliser l'économie. Tous ces facteurs ont facilité l'émergence d'un « capitalisme organisé » au sein duquel la coordination économique s'est réalisée généralement hors marché (WINDOLF, 2002 ; HÖPNER / KREMPEL, 2004).

Si la configuration des systèmes de gouvernance est déterminée par des conditions-cadre spécifiques, il est évident que leur efficience ne peut être d'une nature absolue, mais se qualifie en termes d'efficience relative (CHARREAUX, 2006, pp. 300-301). Les systèmes étant en permanence sujets à l'innovation, leur efficacité est alors fonction de la conception, de l'interaction et de l'évolution des mécanismes internes, ainsi que des coûts d'adaptation de nouvelles structures, et doit être abordée selon le principe de remédiabilité.⁴²

En raison des différences systémiques, le rôle et le fonctionnement d'un même mécanisme de gouvernance peuvent sensiblement diverger d'un système à un autre. Si, par exemple, l'organe de contrôle se voit attribué, dans une perspective anglo-saxonne, une fonction davantage disciplinaire en vue de servir les intérêts des actionnaires, il occupe une fonction plus large dans le modèle allemand où il devient – notamment à cause du système de cogestion – également porte-parole des intérêts d'autres parties prenantes.⁴³ Ainsi, les conséquences d'un phénomène tel que celui des liens interfirmes peuvent également diverger d'un système à un autre. L'analyse et l'interprétation de leur rôle nécessitent alors une bonne connaissance des spécificités des mécanismes de gouvernance du pays respectivement considéré.

Le chapitre suivant vise à rendre compte de ce raisonnement et propose un aperçu de la nature des éléments porteurs de liens interentreprises dans les systèmes de gouvernance en France (section 1) et en Allemagne (section 2). À ce titre, nous nous limiterons à la conception et aux fondements statutaires des organes de gouvernance. Pour chaque pays, nous détaillerons, dans un premier temps, leurs principales caractéristiques, avant de présenter, par la suite, les réglementations législatives nationales concernant les liens personnels et financiers. Nous achèverons ce chapitre par une mise en lumière des recommandations des codes de bonne conduite, l'analyse étant centrée sur les explications relatives au cumul de mandats.

⁴² Le principe de remédiabilité trouve ses origines dans les critiques adressées par ROBINSON (1934, p. 250) et DEMSETZ (1969) au concept de l'économie du « Nirvana » pour comparer l'efficience des systèmes économiques. Il a été notamment traité par WILLIAMSON (1996, pp. 195-213 et pp. 237-241). Selon ce principe, une situation est considérée comme efficiente tant qu'il n'existe pas de solution alternative permettant de réaliser, après déduction des coûts de sa mise en place, un gain net. Dans une telle perspective, un système de gouvernance relativement moins performant peut être considéré comme efficient, dans la mesure où la transition vers un autre système s'avérerait trop coûteuse. À ce titre, cf. aussi CHARREAUX (2006).

⁴³ Pour une étude des effets de la cogestion sur l'efficacité, notamment disciplinaire, du conseil de surveillance en Allemagne, cf. notamment FAUVER / FUERST (2006).

Section 1 : Le système de gouvernance français

Le système de gouvernance français est généralement considéré comme un modèle mixte qui regroupe à la fois des éléments issus du modèle libéral d'origine anglo-saxonne et du modèle « orienté banques » allemand, les traits libéraux étant devenus plus fréquents depuis un quart de siècle environ. Ainsi, le système français a connu, tout au long de ces deux dernières décennies, une expansion importante de son marché financier, majoritairement entraîné par un afflux d'investisseurs institutionnels étrangers, accompagnée par une ouverture de l'actionnariat des groupes et un renforcement de la protection des actionnaires.

En revanche, le rôle actif de l'État et l'existence de réseaux interfirmes, établi à travers des alliances en capital et d'échanges d'administrateurs, font du modèle français un système sensiblement similaire au capitalisme organisé d'outre-Rhin. En effet, l'État pesait considérablement sur l'évolution de l'économie française dans l'après-guerre, diverses nationalisations des banques et l'encadrement du crédit lui permettant d'orienter le mode de financement des firmes et d'influer ainsi sur la modélisation des relations entre les secteurs industriel et financier. Les réseaux de firmes se sont particulièrement développés dans les années 80, suite au retrait progressif de l'État, les groupes privatisés étant généralement inclus dans les alliances de capital intergroupes existantes. L'avantage des réseaux interentreprises était qu'ils permettaient non seulement de coordonner le financement et l'évolution des structures industrielles, mais qu'ils protégeaient également leurs membres contre toute influence externe.⁴⁴

Notre thèse visant à appréhender les relations interfirmes établies à travers les organes de direction et de contrôle, nous pensons qu'il est judicieux de commencer notre travail de recherche par une présentation de la nature et du fonctionnement des organes de gouvernance. En effet, une meilleure connaissance des principales caractéristiques des éléments porteurs de liens nous semble déterminante pour pouvoir interpréter, au mieux, l'influence et le rôle des relations interfirmes au sein du système économique français.

Ainsi, dans cette première section, nous détaillerons les différentes formes organisationnelles que les sociétés anonymes peuvent adopter quant aux organes de direction et de contrôle (sous-section 1.1). Nous présenterons, par la suite, les réglementations concernant les liens personnels et financiers (sous-section 1.2). Enfin, nous achèverons la section par un tour d'horizon des recommandations de gouvernance en vigueur en France et des indications relatives aux liens personnels et financiers (sous-section 1.3).

⁴⁴ Pour une explication exhaustive des éléments esquissés, cf. BAUDRU / KECHIDI (1998), LOULMET / MORIN (1999), MAATI (1999, pp. 217-241), MORIN / RIGAMONTI (2002).

1.1 Structure et composition des sociétés anonymes

Depuis la récente réforme NRE (2001) – dite loi sur les Nouvelles Régulations Économiques – la législation commerciale française permet aux sociétés par actions de choisir parmi trois modes organisationnels différents. Concrètement, le choix entre l'une des formes suivantes est proposé aux sociétés anonymes françaises :

- une structure avec cumul des fonctions dans la personne du Président-directeur général, s'inscrivant dans un système moniste à conseil d'administration ;
- une structure de séparation des fonctions entre le directeur-général exécutif et le président du conseil d'administration, toujours au sein d'un système moniste ;
- une séparation stricte entre le directoire et le conseil de surveillance, s'inscrivant dans un système dual semblable au modèle allemand.

Au niveau des grands groupes hexagonaux, le système moniste avec cumul de fonctions dans la personne du Président-directeur général semble représenter la structure la plus souvent appliquée, comme l'indique le tableau suivant (tableau 1).

Tableau 1 : Modes organisationnels des sociétés du CAC 40 en 2005

Forme organisationnelle appliquée	Sociétés du CAC 40		
	Nombre	Pourcentage	
Structure moniste	cumul des fonctions	22	55,0 %
	séparation des fonctions	8	20,0 %
Structure duale		10	25,0 %
Total		40	100,0 %

Source : données relevées des rapports annuels et de gouvernance

Comme on peut le voir, à la fin de l'année 2005, les trois-quarts des sociétés appartenant à l'indice CAC 40 ont choisi la structure moniste à conseil d'administration, le mode « traditionnel » avec cumul de fonctions l'emportant largement sur le choix d'une séparation fonctionnelle.⁴⁵ En revanche, seules 25 % des premières sociétés françaises avaient opté pour une gestion duale à directoire et conseil de surveillance. Pour mieux comprendre ces chiffres, nous présenterons, par la suite, les principales caractéristiques de ces différents modes de gestion et évoquerons brièvement leurs avantages et inconvénients respectifs.

⁴⁵ Pour un échantillon plus large comprenant 243 entreprises françaises, YEO *et al.* (2003, p. 98) montrent même qu'en 1999, 80,2 % des firmes avaient opté pour la structure moniste à cumul des fonctions.

1.1.1 La société anonyme de type moniste

En choisissant une structure moniste, la société opte pour une organisation des pouvoirs à travers le conseil d'administration (Code de Commerce, 2005, Art. L. 225-17 à 56). À ce sujet, deux modes organisationnels distincts sont proposés. D'une part, les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général peuvent être occupées par la même personne, ce qui correspond au mode organisationnel majoritairement choisi par les entreprises françaises par le passé. D'autre part, la législation française prévoit également, depuis le passage à la loi NRE en 2001, la séparation des fonctions entre le directeur général – qui s'occupe de la gestion courante de l'entreprise – et le président du conseil d'administration qui, lui, a pour mission de veiller au bon fonctionnement des organes de gouvernance.

Le conseil d'administration « [...] détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre ».⁴⁶ Il est généralement conçu comme un organe collégial au sein duquel les membres agissent communément. Chargé du contrôle de la gestion d'entreprise, il lui incombe de s'occuper des orientations stratégiques, de discuter des questions économiques fondamentales de la société et de délibérer sur les affaires économiques.⁴⁷ De par la loi, le conseil d'administration se voit, plus particulièrement, attribuer les fonctions suivantes :

- la nomination et la révocation du président du conseil, du directeur général (en cas de séparation fonctionnelle), des directeurs généraux délégués et détermination de leur rémunération ;
- la cooptation des administrateurs ;
- l'instauration des comités spécialisés ;
- l'établissement des comptes sociaux et du rapport annuel.

Selon les réglementations législatives françaises, le conseil d'administration doit être constitué d'au moins trois personnes, le nombre maximal d'administrateurs ne pouvant dépasser dix-huit.⁴⁸ De surcroît, la nomination des administrateurs se fait par vote lors de la réunion de l'assemblée générale des actionnaires. Pour ce qui est de la durée de mandat des administrateurs, elle ne peut généralement excéder une période maximum de six ans. Concernant l'âge des

⁴⁶ Cf. Code de Commerce, article L 225-35.

⁴⁷ Pour une explication détaillée des fonctions que le conseil d'administration est censé accomplir, cf. CHARVÉRIAT / COURET (2005, pp. 494-503, notamment rem. 8210-8227).

⁴⁸ Cependant, les membres du conseil d'administration, représentant les salariés et les actionnaires salariés ne figurent pas dans le calcul de la taille minimale et maximale de l'organe de contrôle (Code de Commerce, 2005, Art. L. 225-23 et 27). Rappelons qu'avant l'entrée en vigueur de la loi NRE, la taille du conseil était limitée à 24 personnes.

administrateurs, la loi requiert – sauf autre réglementation statutaire – que le nombre de personnes, ayant plus de soixante-dix ans, ne dépasse pas le tiers du total des administrateurs. Aussi, la législation française demande à chaque administrateur de détenir un nombre d'actions déterminé par les statuts, les actionnaires salariés n'étant, cependant, pas soumis à cette condition. Ajoutons finalement que, contrairement au système allemand, les mandats de contrôle peuvent être exercés par des personnes morales lorsque celles-ci nomment des représentants permanents. Dans ce cas, les mandataires sociaux se voient soumis aux mêmes règles que s'ils étaient administrateurs en leur nom propre. Toutefois, il incombe aux personnes morales de décider de la révocation des représentants respectifs et d'assurer leur remplacement.

Le président du conseil d'administration a, quant à lui, pour missions essentielles de représenter l'organe de contrôle à l'extérieur, de veiller à ce que les administrateurs soient susceptibles d'accomplir correctement leurs fonctions et de coordonner leurs travaux. En tant que chef de l'organe de contrôle, il est ainsi censé assurer une fonction de surveillance, de direction et de coordination du travail des administrateurs. De même, il doit régulièrement expliciter et justifier le travail du conseil d'administration devant l'assemblée générale des actionnaires. Enfin, l'âge du président de l'organe de contrôle d'une société cotée ne doit pas généralement – sauf disposition statutaire contraire – dépasser le seuil des soixante-cinq ans.

Après avoir détaillé la nature et les fonctions du conseil d'administration, il convient de présenter de même les principaux éléments concernant la direction générale. Celle-ci représente l'organe exécutif de l'entreprise et est chargée de la gestion quotidienne. La direction générale peut être assumée – en fonction des réglementations statutaires – de deux manières différentes. D'une part, dans le cadre d'un cumul fonctionnel, le président du conseil d'administration assure également la fonction du directeur général – d'où la dénomination de « Président-directeur général » – et se voit ainsi placé à la tête des organes de direction et de contrôle. D'autre part, lorsqu'une entreprise opte pour une séparation fonctionnelle de ses organes de gouvernance, le conseil d'administration nomme un directeur général qui – au moins en principe – n'est pas soumis à l'autorité du président de l'organe de contrôle.

Précisons, finalement, qu'indépendamment du choix statutaire relatif qu'effectuent les firmes au niveau de leur mode organisationnel respectif à appliquer, le directeur général d'une société par actions représente habituellement ladite société dans l'ensemble de ses rapports économiques avec les tiers et se voit, à ce titre, « [...] investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société ».⁴⁹

⁴⁹ Cf. Code de Commerce, article L. 225-56.

1.1.2 La société anonyme de type dualiste

Le deuxième mode organisationnel – inspiré de la législation allemande – assure la gestion de l’entreprise par un directoire et un conseil de surveillance, organes strictement séparés en termes formels et personnels.⁵⁰ Tandis que le directoire se voit chargé de l’administration et de la direction de la firme, le conseil de surveillance, quant à lui, a essentiellement pour mission de nommer les membres du directoire et de contrôler leur gestion.

Selon la législation française relative au modèle dual, le directoire est « [...] investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société ».⁵¹ Ainsi, il est doté des mêmes pouvoirs qui sont attribués au directeur général lorsque l’entreprise a choisi une structure moniste. Les membres du directoire, y compris son président, sont nommés par le conseil de surveillance. La taille du directoire est limitée à sept personnes.⁵² La loi autorise une durée de mandat de quatre ans, les réglementations statutaires ayant, cependant, le droit de fixer une autre durée dans une fourchette de deux à six ans. Enfin, l’âge des dirigeants ne doit pas – sauf autre réglementations statutaire – dépasser l’âge de soixante-cinq ans.

Le conseil de surveillance a pour fonction de contrôler en permanence la gestion de la société, assurée par le directoire. L’organe de contrôle doit être composé d’un minimum de trois administrateurs, sa taille maximale étant limitée à dix-huit personnes. Les membres de l’organe de contrôle sont nommés par l’assemblée générale. Tout comme pour les sociétés à structure moniste, une personne morale peut être également nommée en tant qu’administrateur. La limite d’âge des administrateurs et l’obligation de détenir des actions de la société correspondent aux mêmes réglementations que celles des sociétés à structure moniste.

Les différents modes organisationnels applicables aux sociétés cotées ont fait l’objet de nombreux débats ces dernières années. À ce titre, les discussions ont généralement porté sur les avantages et les inconvénients de chacune des formules par rapport aux solutions alternatives.⁵³ Concernant la structure moniste à cumul de fonctions, elle a pour avantage de concentrer le pouvoir dans la personne du Président-directeur général, ce qui peut réduire les conflits potentiels entre la direction et les membres du conseil d’administration quant à la gestion de la firme.

⁵⁰ Pour les réglementations relatives à la structure duale, cf. Code de Commerce, articles L. 225-57 à -93.

⁵¹ Cf. Code de Commerce, article L. 225-64.

⁵² Cette réglementation s’applique aux sociétés cotées sur un marché réglementé, la taille du directoire de toute autre société anonyme étant limitée à cinq membres. Cf. Code de Commerce, 2005, Art. L. 225-58).

⁵³ Cf. notamment CHARREAUX / PITOL-BELIN (1990, pp. 7-21), GODARD (1998), CHARVÉRIAT / COURRET (2005, pp. 579-581, rem. 9455-9467) et GODARD / SCHATT (2005a, pp. 75-82).

Or, cette accumulation des pouvoirs entre les mains d'une seule personne peut, dans certains cas, s'avérer préjudiciable. D'une part, elle permet plus aisément d'imposer des projets et affaiblit ainsi le potentiel interventionniste de l'organe de contrôle. D'autre part, le cumul des fonctions permet au Président-directeur général d'influer sur la nomination des membres du conseil d'administration et de coopter, le cas échéant, des mandataires bien disposés à son égard. Si ces derniers inconvénients peuvent être réduits par une séparation des fonctions, les frontières entre pouvoirs restent cependant floues. De fait, comme le conseil d'administration est constitué en partie de mandataires exécutifs, la direction générale a plus de facilité pour imposer ses projets qu'en présence d'une structure duale.

Les arguments des partisans de la structure duale reposent principalement sur la stricte séparation des fonctions de direction et de contrôle qui permettrait de clairement distinguer les compétences. Comme la responsabilité des actes de gestion est entièrement attribuée au directoire, les administrateurs seraient ainsi mieux en mesure d'accomplir leur rôle de contrôle et de conseil envers l'équipe dirigeante. Toutefois, il convient de noter que la séparation explicite en tant que telle ne garantit pas automatiquement une meilleure performance du *management*. En effet, l'organe de contrôle peut se voir, en réalité, complètement dépourvu d'influence sur les dirigeants, ou bien, à l'autre extrême, les dominer totalement. Ainsi, la nomination des membres du directoire par le conseil de surveillance peut être sujette à des critères de loyauté en vue de l'aligner sur ses propres intérêts. De même, comparés à la position du directeur général, les pouvoirs du directoire se voient quelque peu limités, certaines opérations demandant l'accord de l'organe de contrôle. Enfin, le conseil de surveillance n'étant pas composé de dirigeants exécutifs, il n'existe pas de surveillance mutuelle entre ceux-ci.

Si les discussions portent souvent sur les avantages et les inconvénients des deux modèles, CHARREAUX / PITOL-BELIN (1990, pp. 20-21) argumentent que les différences au niveau de la conception légale apparaissent plutôt faibles, toutes deux étant considérées comme des « garants de l'honnêteté de la société à l'égard des actionnaires » (*Ibid.*, p. 20). En revanche, dans la mesure où le législateur se contente de définir les pouvoirs minimaux sans aborder explicitement les limites de ces pouvoirs, l'organe de contrôle se voit, en réalité, – et indépendamment de sa conception légale – attribuer une très grande marge de manœuvre, tant au niveau de sa composition que de la définition de son rôle. Ceci provoquerait une apparence très différente de l'organe de contrôle, qui peut aller d'un rôle purement passif où les administrateurs laissent le pouvoir décisionnel au président, à une fonction très active où ce dernier se transforme en modérateur et exécutant des décisions prises par le conseil.

1.2 Les réglementations relatives aux liens

Depuis longtemps, la législation commerciale française dispose d'un certain nombre de mesures pour restreindre les relations interentreprises. Ces limitations ont connu, au cours de ces dernières années, diverses modifications, notamment sous l'influence de l'intérêt accru porté aux questions du gouvernement d'entreprise. Par la suite, nous présenterons les différentes réglementations qui ont été mises en place concernant le cumul de mandats (point 1.2.1) et les participations financières entre firmes (point 1.2.2).

1.2.1 La limitation des liens personnels

Même si la question de la limitation des liens interconseils n'a pris de l'importance que depuis la financiarisation de la gouvernance au cours des années 90, le législateur français restreignait déjà dans les années 60 le nombre de mandats sociaux. Ainsi, les postes de gestion occupés au sein des sociétés ayant leur siège social en France métropolitaine étaient limités au nombre de huit. De même, les mandats de président de conseil d'administration, dans le système moniste, et de directeur, dans le système dual, étaient généralement limités au nombre de deux (loi n° 66-537).⁵⁴ Toutefois, cette réglementation se voyait diluée par plusieurs exceptions. Ainsi, ladite réglementation ne s'appliquait pas aux représentants permanents des personnes morales, aux administrateurs sans rémunération statutaire, aux sociétés d'études ou de recherche avant le stade de l'exploitation, ainsi qu'aux sociétés de développement régional.⁵⁵

Inspirées par les recommandations des rapports de gouvernance dans la seconde moitié des années 90, les réglementations relatives au cumul des mandats sociaux ont été renforcées en mai 2001 avec le passage de la loi relative aux nouvelles régulations économiques – dite « loi NRE » (loi n° 2001-420).⁵⁶ Depuis, la loi prévoit un plafond global de cinq mandats, toutes natures confondues, le délai accordé aux sociétés pour se mettre en conformité avec ces nouvelles règles étant le 16 novembre 2002. Au niveau du directoire, les mandats sont limités au nombre de un, tout cumul de mandats exécutifs étant ainsi prohibé. Par exception, un second mandat peut être exercé dans une société non cotée, à condition que celle-ci soit contrôlée par la société

⁵⁴ Cf. la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, articles 92 et 111 pour les sociétés à conseil d'administration et articles 127 et 136 pour les sociétés à directoire et conseil de surveillance.

⁵⁵ Cf. la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, articles 92 et 136.

⁵⁶ La loi NRE rend en partie compte des propositions antérieures faites par plusieurs commissions autour du vice-président de la commission des finances du Sénat, M. Philippe MARINI, chargées de s'interroger sur l'évolution des règles de fonctionnement au sein des sociétés en vue d'en déduire des propositions pour une amélioration de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales.

dans laquelle le premier mandat est exercé.⁵⁷ Au niveau du conseil d'administration / conseil de surveillance, le législateur français exige que les personnes physiques n'exercent pas plus de cinq mandats dans les sociétés anonymes, désormais sur la totalité du territoire de la France. Notons à cet égard que les mandats exercés dans les sociétés non cotées et contrôlées par la société dont ladite personne est déjà administrateur, sont exclus du décompte.⁵⁸ À ce sujet, il convient de même de souligner que les mandats sociaux dans les sociétés multinationales non françaises à l'origine ne se voient toujours pas soumis à une quelconque limitation. Un dirigeant français peut donc, *a priori*, occuper autant de postes à l'étranger qu'il le souhaite, sans que le législateur s'en soucie. Cette absence de régulation peut conduire à un échange davantage transfrontalier des personnalités offrant les meilleures compétences dans le domaine de la gestion. Toutefois, ce champ de recherche semble, jusqu'à présent, négligé.

Fin 2002, un certain nombre d'assouplissements ont été mis en place (loi n° 2002-1303). Ainsi, l'autorisation de l'exercice d'un second mandat de direction a été étendue aux sociétés cotées, toujours à condition que celles-ci soient contrôlées par la société dans laquelle est exercée le premier mandat. De même, un deuxième mandat est autorisé lorsque les deux sociétés concernées ne sont pas cotées.⁵⁹ À ce sujet, le poste d'un administrateur qui est simultanément directeur général dans la même société, n'est compté que pour un seul mandat.⁶⁰ La combinaison des dits assouplissements rend ainsi possible d'exercer parallèlement trois mandats de direction. Au niveau du conseil d'administration, tout mandat exercé dans une société contrôlée par la société dans laquelle la personne concernée occupe déjà un poste de contrôle est désormais exclu du décompte, l'ancienne condition d'une non-cotation de la société contrôlée étant donc supprimée. S'y ajoute que les mandats d'administrateurs exercés dans les sociétés filiales – tant qu'ils ne dépassent pas le nombre de cinq – ne comptent que pour un seul mandat, à condition que les filiales ne soient pas cotées. Précisons, enfin, que les changements précités s'appliquent également aux sociétés à structure de gouvernance duale.⁶¹

⁵⁷ Cf. la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques, article 110, en référence au Code de Commerce, articles L. 225-54-1 et -67. La notion de contrôle retenue relève du Code de Commerce, article L. 233-16. Une société est alors considérée comme contrôlée, lorsque la part des droits de vote détenus par une autre société est égale ou supérieure à 20 %.

⁵⁸ Cf. la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques, article 110, en référence au Code de Commerce, articles L. 225-21, -77 et 233-16.

⁵⁹ Cf. la loi n° 2002-1303 du 29 octobre 2002 sur les dispositions du Code de Commerce relatives aux mandats sociaux, articles II et III, en référence aux articles L. 225-54 et -67 du Code de Commerce.

⁶⁰ Cf. la loi n° 2002-1303 du 29 octobre 2002 sur les dispositions du Code de Commerce relatives aux mandats sociaux, article VI, en référence aux articles L. 225-21, -54-1, -67, -77 et -94 du Code de Commerce.

⁶¹ Cf. la loi n° 2002-1303 du 29 octobre 2002 sur les dispositions du Code de Commerce relatives aux mandats sociaux, articles I et IV, en référence au Code de Commerce, articles L. 225-21, -77 et 233-16.

1.2.2 La limitation des liens financiers

Comparée aux réglementations portant sur le cumul des mandats, la législation française s'avère moins contraignante en matière de limitation des participations financières. Ainsi, elle limite les relations réciproques de capital à 10 % pour chacune des entreprises participantes. Par ailleurs, les droits de vote d'une société qui sont attribués aux sociétés dont la première assume le contrôle – que ce soit de façon directe ou indirecte – ne peuvent être exercés lors de la tenue de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires.⁶²

À première vue, le seuil de 10 % relativement faible – qui interdit la formation de participations réciproques – paraît très efficace pour empêcher la mise en place de réseaux inter-firmes complexes qui échapperaient au contrôle du marché financier et des investisseurs. Or, cette conclusion nous semble être erronée. D'une part, le nombre de participations réciproques qu'une société peut constituer n'est pas limité. D'autre part, la loi n'interdit pas les structures de capital plus complexes. Dans ces conditions, une construction habile de participations financières réciproques et circulaires permettrait toujours de mettre les sociétés respectives à l'abri du contrôle extérieur, tout en respectant la loi commerciale nationale.

Si la question des structures de capital complexes semble donc négligée dans la législation commerciale française, les réglementations quant à la transparence des participations financières paraissent, elles, plus sévères. Ainsi, chaque personne physique ou morale détenant plus de 5 % du capital d'une autre société cotée est habituellement tenue de rendre publique cette participation sous quinzaine auprès de la société concernée, ainsi que de l'Autorité des marchés financiers (AMF).⁶³ Il en est de même au moment du franchissement des seuils suivants : 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 33 1/3 %, 50 %, 66 2/3 %, 90 % et 95 %. Concernant la définition de ces seuils financiers, elle s'applique, à la fois, au capital et aux droits de vote, de façon à tenir compte de l'existence d'actions à droits de vote doubles.

Néanmoins, la critique adressée à la réglementation des participations réciproques peut également être reprise pour les dispositions portant sur la transparence. Ainsi, un réseau de firmes, constitué de nombreuses participations inférieures à 5 %, échappe à l'attention du marché et des investisseurs, bien que son influence puisse être considérable. Or, pour résoudre ce problème, le seuil de publication devrait en principe être réduit à 1 % du capital.

⁶² Cf. Code de Commerce, articles L. 233-29 à -31. Si, par défaut, cette réglementation se voit enfreinte, la société détenant la plus faible part de capital des deux est tenue d'aligner sa participation financière conformément aux règles en vigueur.

⁶³ Cf. Code de Commerce, article L. 233-7.

1.3 Les codes et les pratiques de gouvernance

Occupant, depuis longtemps, une place centrale dans les économies américaine et britannique, les discussions sur le gouvernement d'entreprise en Europe continentale n'ont débuté qu'à la fin des années 80. En revanche, l'accroissement de l'intérêt est devenu, lui, remarquable. Généralement, les débats portent sur le fonctionnement et l'efficacité des différents mécanismes de contrôle, susceptibles de réduire les conflits d'intérêt entre dirigeants et actionnaires. À ce titre, la conception et le fonctionnement des organes de gestion de l'entreprise occupent habituellement une place prépondérante. En France, le conseil d'administration a ainsi constitué l'un des objets les plus fréquemment critiqués, les reproches ciblant généralement les questions du cumul de mandats sociaux, de la rémunération des dirigeants et de l'accès aux postes de direction, ce dernier paraissant, souvent, soumis à une logique de classe élitiste.

En réponse à ces nombreuses critiques, en 1995, le Conseil National du Patronat Français (CNPF) et l'Association Française des Entreprises Privées (AFEP) décidaient d'instaurer un comité spécialisé. Celui-ci avait pour objectif d'enquêter sur les problèmes de gouvernance connus en France, l'analyse étant centrée sur le conseil d'administration. Sous la présidence du PDG de la Société Générale, M. Marc VIENOT, la commission présenta, en juillet 1995, ses recommandations, résumées dans le rapport *Viénot I*.⁶⁴ S'exprimant en détail sur la mission, la composition et le fonctionnement du conseil d'administration, le rapport visait à formaliser, de façon plus ciblée, le travail de cet organe de gouvernance, ainsi qu'à inciter les mandataires sociaux à contribuer à l'augmentation de la transparence du conseil d'administration, jugée particulièrement nécessaire pour raffermir la confiance des investisseurs.

Néanmoins, il convient de noter que le comité jugea la législation française relative au conseil d'administration suffisante, et se contenta de proposer de simples corrections, applicables sur une base volontaire et fonction du contexte économique spécifique que rencontrent les sociétés. Le rapport aborde également un certain nombre de points de détail susceptibles d'accroître l'efficacité de l'organe de contrôle. Ainsi, au niveau de la composition du conseil d'administration, le rapport propose de l'adapter à la structure de l'actionnariat et d'accueillir au moins deux administrateurs indépendants. Notons à ce sujet que le rapport n'évoque, cependant, pas explicitement la question du cumul de mandats, mais se contente de proposer la limitation des mandats d'administrateurs du président ou du directeur général à cinq et d'éviter, par ailleurs, un nombre excessif de mandats sociaux réciproques.

⁶⁴ Ce code est habituellement dénommé « rapport Viénot I », un second rapport ayant été effectué sous la présidence de M. Marc Viénot en 1999.

Pour améliorer le travail du conseil, le rapport recommande d'instaurer au moins trois comités consultatifs spécialisés, chargés de s'occuper de la sélection des administrateurs, du recrutement et de la rémunération des mandataires, ainsi que des questions de comptabilité. Ajoutons à ce titre que l'échange réciproque d'administrateurs entre les comités de rémunération et d'audit entre deux sociétés n'est pas jugé souhaitable. De plus, pour garantir un travail efficace, le comité des comptes devrait être composé d'au moins un administrateur indépendant et ne devrait inclure de mandataires internes. Par ailleurs, il est recommandé d'imposer des obligations particulières aux administrateurs, telles que la détention d'un certain nombre d'actions, et de les sanctionner en cas d'accomplissement insuffisant de leurs fonctions. Le rapport se termine par une charte exposant les obligations des administrateurs afin de garantir un travail efficace de l'organe de contrôle dans le respect des différentes parties prenantes.⁶⁵

Instaurée à l'initiative de l'AFEP et du Mouvement des Entreprises de France (MEDEF), une seconde commission présenta, en juillet 1999, le rapport *Viénot II*. Composée de 15 personnalités, issues de grandes sociétés françaises, et à nouveau présidée par M. Marc VIENOT, la commission visait à faire le point sur le premier rapport, ainsi qu'à compléter les principes de bonne conduite en vue d'améliorer la qualité de la gestion des entreprises et donc leur image auprès du public et des investisseurs. Le rapport porte notamment sur la question de la dissociation des fonctions de président et de directeur général, sur le fonctionnement du conseil d'administration et sur la rémunération des dirigeants.

Le comité s'exprime, plus particulièrement, en faveur d'une modification législative permettant aux conseils de décider librement d'adopter une structure moniste avec cumul des fonctions entre le président et le directeur général, une structure dissociant ces deux fonctions ou un système dual à directoire et conseil de surveillance.⁶⁶ Ces modalités de choix sont entrées en vigueur avec la loi NRE en 2001. Au niveau de la configuration du conseil d'administration, le comité recommande qu'il se compose d'au moins un tiers de personnes dépourvues de tout lien d'intérêt avec la société représentée. Il en est de même pour les comités des comptes et des nominations, alors qu'il est demandé qu'une majorité d'administrateurs indépendants siège au comité des rémunérations. La nomination des mandataires devrait se réaliser par tranches et être limitée à une durée de quatre ans. Une telle pratique permettrait aux actionnaires d'évaluer plus fréquemment leurs représentants au sein du conseil. Pour ce qui est de la question du cumul des mandats, le rapport rappelle les recommandations faites par le rapport *Viénot I*, en soulignant

⁶⁵ Pour un résumé des recommandations du rapport *Viénot I*, cf. également MAATI (1999, pp. 227-231).

⁶⁶ Jusque là, le choix se faisait uniquement entre un système unitaire à conseil d'administration avec cumul de fonctions dans la personne du PDG, et un système dual à conseil de surveillance avec dissociation entière entre la direction générale et l'organe de contrôle. Cf. également le rapport *Viénot II*, 1999, partie I.

que les mandats des administrateurs à fonction exécutive ne doivent pas dépasser le nombre de cinq, tant au niveau français qu'à l'international.⁶⁷ Finalement, le rapport traite d'un certain nombre de questions relatives à la rémunération. À ce titre, il se contente de préconiser une information détaillée sur la nature et la détermination du système de rémunération des dirigeants et administrateurs, tout en se limitant à demander – pour cause de confidentialité et à l'instar des pratiques d'autres catégories professionnelles – la seule publication du montant global des rémunérations, différencié en parties fixe et variable. Concernant la rémunération incitative sous forme de *stock-options*, le rapport recommande de détailler les modalités de leur attribution et de publier, de façon globale, un récapitulatif sur les plans d'options en vigueur.

Influencée par les errements lourds en matière de gouvernance (*Enron*, *Vivendi...*), notamment en termes comptables – qui ont entraîné une perte considérable de confiance des investisseurs et du public –, une troisième commission a été instaurée, en 2002, à l'initiative du MEDEF et de l'AFEP. Composée de 14 dirigeants réputés, cette commission a été dirigée par M. Daniel BOUTON, président de la Société Générale. S'inscrivant dans la continuité des préconisations inscrites dans les rapports *Viénot*, ces propositions ont été publiées dans le rapport *Bouton*. Ce dernier s'interroge davantage sur des questions liées au fonctionnement des organes de gestion, à la comptabilité, ainsi qu'à la diffusion d'informations financières. Il vise notamment à renforcer l'efficacité et la transparence en vue de regagner la confiance des investisseurs.

Pour ce qui est du conseil d'administration, le rapport rappelle expressément le besoin d'évaluer, de manière formalisée et régulière, le fonctionnement et les contributions des administrateurs, et précise, à ce titre, la notion « d'administrateur indépendant » en tant que personne n'ayant « [...] aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement ».⁶⁸ Selon le rapport, la proportion de mandataires indépendants devrait rapidement atteindre la moitié dans les sociétés à forte dispersion de capital et sans actionnaire de référence. Notons, ici, que le rapport ne traite pourtant pas explicitement de la question du cumul de mandats. Enfin, la commission précise davantage le statut et le rôle du comité des comptes et du comité des rémunérations. À ce sujet, elle recommande de porter respectivement à deux-tiers et à la moitié le pourcentage d'administrateurs indépendants et d'en exclure tout mandataire interne. Concernant la question de la rémunération des mandataires, le rapport prône la publication individuelle des jetons de présence versés aux administrateurs, et recommande – sans pour autant définir des niveaux ou critères de rémunération précis – d'éviter les excès de rémunérations.

⁶⁷ Rappelons que la loi commerciale française limitait cette présence déjà dès 1966 au tiers des membres du conseil d'administration.

⁶⁸ Cf. Rapport Bouton (2002, partie II, p. 9).

Dans l'objectif de consolider les différentes recommandations des rapports précités, en septembre 2003, les *Principes de gouvernement d'entreprise*, a appelés *Rapport AFEP / MEDEF*, ont été développés à l'initiative de l'AFEP et du MEDEF. Ces principes tiennent également compte de la préconisation de la Commission Européenne à chaque pays membre de l'Union de mettre en place un code de bonne conduite d'entreprise que les sociétés se doivent d'appliquer sauf à justifier les points de dérogation et les raisons de ces dérogations.⁶⁹

Comme les rapports précédents, les explications portent sur la composition et le fonctionnement du conseil d'administration et des comités consultatifs spécialisés. Les principes reprennent les recommandations du rapport Bouton relatives à la proportion d'administrateurs indépendants au sein du conseil. En revanche, un administrateur à fonction exécutive ne devra plus, désormais, occuper plus de quatre sièges supplémentaires dans des sociétés cotées françaises et étrangères. À noter que cette recommandation ne touche, toutefois, pas les mandats exercés à l'intérieur du groupe. Finalement, les mandats d'administrateurs ne doivent pas dépasser une durée maximale de quatre ans. Outre les réflexions sur la composition du conseil, les principes relatifs aux comités spécialisés sont précisés. Ainsi, le comité des comptes doit être composé au moins aux deux-tiers d'administrateurs indépendants et n'inclure aucun mandataire social, alors que les comités des rémunérations et des nominations doivent être constitués majoritairement d'administrateurs indépendants. Par ailleurs, les questions concernant la rémunération sont à nouveau abordées dans le rapport. Une publication individuelle et détaillée est maintenant requise indiquant les composantes fixes et variables, tant pour les mandataires sociaux que pour les administrateurs. De plus, les principes demandent une description détaillée des modalités d'attribution des *stock-options* et de leur publication.

Fin 2008, l'AFEP et le MEDEF ont publié un nouveau rapport sur le gouvernement d'entreprise – appelé *Code AFEP-MEDEF* – qui agrège les recommandations des rapports précédents et les complète par des préconisations relatives au thème, vivement discuté, de la rémunération des dirigeants. Outre le rappel d'éléments figurant déjà dans les recommandations précédentes, et la précision de certains éléments concernant le travail des comités spécifiques – le comité des comptes devrait ainsi désormais être composé au minimum aux deux-tiers avec des administrateurs indépendants –, le code est consacré, pour une grande partie, à la question de la rémunération des mandataires. À cet égard, le code tient compte de diverses directives européennes (directives communautaires 2006/43/CE du 17 mai 2006 et 2006/46/CE du 14 juin 2006) relatives à ce sujet et des lois commerciales adoptées à ce titre au niveau national, à sa-

⁶⁹ Il s'agit de la règle « *comply or explain* » qui demande aux entreprises de présenter, pour chaque écart par rapport aux normes de bonne conduite, une justification explicite dans les documents officiels.

voir la loi « Breton » (2005), la loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006 pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié (2006), et la loi « TEPA » (2007).⁷⁰ Sont ainsi précisés les principes de détermination de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux et le rôle de l'organe de contrôle dans ce contexte. Plus précisément, la rémunération doit prendre en compte six critères spécifiques (exhaustivité, équilibre entre les composantes de la rémunération, comparaison avec une valeur de référence, cohérence avec le niveau de rémunération des autres dirigeants et des salariés, transparence des règles et mesure de la rémunération). Le code se conclut avec une présentation standardisée des rémunérations des mandataires sociaux. En revanche, il n'existe aucune considération nouvelle du phénomène des liens interconseils ou d'un éventuel renforcement de la recommandation existante relative au cumul de mandats.

Concernant le plus récent code de l'AFEP-MEDEF, un autre aspect mérite d'être mentionné. Ledit code indique ainsi que « si le marché est une référence [NB : pour la rémunération], il ne peut être la seule » (p. 24). Au regard des récentes discussions dans la presse économique et dans les médias portant sur les critères de détermination des rémunérations des cadres-dirigeants et de leurs montants absolus, et face à la crise financière mondiale qui semble être, entre autres, due à une focalisation trop importante sur la création de valeur actionnariale jugée court-termiste, force est de constater que le monde des affaires commence à s'interroger sur la mise de place d'autres critères (complémentaires) de performance, susceptibles de jouer le rôle de valeurs de référence pour le niveau de rémunération des dirigeants.

Ajoutons qu'il existe, outre les recommandations de gouvernance précitées, un certain nombre d'autres codes de bonne conduite dans l'Hexagone. Toutefois, nous avons décidé de ne pas évoquer en détail ces préconisations, ces dernières se traduisant par une orientation explicitement basée sur les intérêts particuliers de certains groupes d'acteurs économiques. Il s'agit, ici, par exemple, des recommandations de l'Association Française de la Gestion Financière (AFG) – dont les dernières actualisations remontent également à 2008 – qui rassemblent les principes d'une bonne gouvernance dans la perspective des sociétés de gestion et s'entendent en tant que critères de vote en vue de guider les gestionnaires adhérant à l'AFG.⁷¹

⁷⁰ Est généralement appelée loi « Breton » la loi n° 2005-842 du 25 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et lien vers les décrets d'application. La loi « TEPA » correspond à la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat.

⁷¹ L'AFG est une organisation professionnelle au niveau national des acteurs du métier de la gestion. Elle a essentiellement pour objectif de représenter les intérêts de ses adhérents, de les informer et de les assister, de coordonner la réflexion et le travail sur des sujets tels que la déontologie, la rémunération et les techniques de gestion, et de promouvoir la gestion française auprès des acteurs économiques. Pour des informations supplémentaires, cf. notamment le site officiel de l'AFG www.afg.asso.fr (site Internet consulté le 10 août 2008).

Section 2 : Le système de gouvernance allemand

Si le modèle français peut être interprété comme une forme hybride entre les caractéristiques des systèmes de gouvernement d'entreprises de plusieurs autres grandes nations, le système allemand, quant à lui, est généralement considéré comme l'exemple classique d'une économie relationnelle. Cette dernière privilégie une coordination interne à travers l'interaction des divers acteurs économiques, en attribuant une moindre importance aux forces de régulation des marchés. Ceci s'explique par l'existence de nombreuses relations interfirmes, dont les racines remontent au XIX^e siècle, et qui permettaient, par le passé, de réguler le système économique sans transiter par les marchés. Le modèle germanique repose notamment sur le rôle central des banques universelles qui organisent le financement d'entreprise et déterminent, à travers les participations et la représentation dans les organes de contrôle, les structures des réseaux interfirmes. S'y ajoute une opinion publique traditionnellement critique relative à l'efficacité des marchés pour parvenir aux objectifs macroéconomiques prédéfinis.⁷²

L'image positive du système allemand, notamment dans l'après-guerre, s'est dégradée en fin de siècle. Dans le sillage de la financiarisation de la gouvernance dans la décennie passée, la « *Deutschland AG* » n'a ainsi pas eu la partie belle avec l'opinion publique et a été l'objet de nombreuses attaques ciblant l'opacité de ses structures interfirmes. Ainsi, les banques et les compagnies d'assurance ont été plus particulièrement prises entre deux feux pour leur rôle au sein des réseaux. Ont été critiqués, à cet égard, la prédominance du financement indirect par endettement, le sous-développement du marché financier, la forte concentration de la propriété, la protection laxiste des petits porteurs, le système des votes par procuration, l'usage important de mesures anti-OPA, ainsi que l'efficacité insuffisante des organes de contrôle.⁷³

Pour être mieux à même d'interpréter le rôle des réseaux interfirmes, nous poursuivrons la même démarche que celle retenue pour le système français et évoquerons, dans cette seconde section, la structure organisationnelle des sociétés anonymes allemandes (sous-section 2.1). Nous nous interrogerons, ensuite, sur les différentes réglementations relatives aux liens personnels et financiers entre firmes (sous-section 2.2). Nous conclurons par un récapitulatif des recommandations de bonne gouvernance, l'accent étant mis, ici, sur les commentaires concernant la question du cumul de mandats (sous-section 2.3).

⁷² Pour un rappel historique du système de gouvernance allemand, cf. notamment HILFERDING (1970 [1909]), SHONFIELD (1967 [1965]), SCOTT (1987), DUPUY / MORIN (1991), WINDOLF / BEYER (1995), HÖPNER (2003) et HÖPNER / KREMPEL (2004).

⁷³ Les critiques adressées au modèle de la « *Deutschland AG* » se trouvent notamment chez ADAMS (1994, 1999), OGGER (1996), GAULKE (1997) et WENGER / KASERER (1998).

2.1 Structure et composition des sociétés anonymes

La société de capital en Allemagne – *Aktiengesellschaft* – s’inscrit dans un système d’administration dual qui prévoit une séparation explicite entre la gestion de l’entreprise, d’une part, et son contrôle, d’autre part. Tandis que la première fonction est assurée par le directoire (*Vorstand*), le contrôle de ce dernier est principalement l’apanage du conseil de surveillance (*Aufsichtsrat*). L’avantage d’un système dual réside dans le fait qu’il est généralement supposé faciliter la distinction des champs de compétences respectifs. Il permettrait ainsi non seulement de créer une meilleure transparence concernant la répartition des fonctions, mais aussi – tout au moins en principe – une indépendance plus forte de l’organe de contrôle.

2.1.1 Le directoire

Selon la loi allemande sur les sociétés anonymes (*AktG*), le directoire – organe décisionnel de la firme – est chargé de la gestion de l’entreprise et représente celle-ci dans ses rapports avec les tiers. Les membres du directoire assument communément la responsabilité.⁷⁴ Au regard de ces réglementations, la compétence entrepreneuriale se trouve ainsi entre les seules mains du directoire, le conseil de surveillance et l’assemblée générale des actionnaires n’étant, ni l’un, ni l’autre, directement impliqués dans la gestion de la société.⁷⁵ Soulignons que c’est notamment cette stricte séparation des fonctions de décision et de contrôle qui rend *a priori* impossible des recoupements entre l’équipe dirigeante et le conseil de surveillance.⁷⁶

Le directoire doit être constitué d’au moins une personne. Toutefois, si le capital social dépasse le seuil de trois millions d’euros, la loi commerciale prescrit – en l’absence d’autres réglementations statutaires – une taille minimum de deux personnes.⁷⁷ L’organe de direction est composé de dirigeants professionnels qui sont généralement recrutés, nommés et révoqués par le conseil de surveillance. Leur durée de mandat est limitée à cinq ans, renouvelables. Précisons finalement que le président du directoire (*Vorstandsvorsitzender*) se voit explicitement attribuer une fonction de coordination des activités du *management*. En conséquence, il ne peut décider de façon autonome des affaires de la société.

⁷⁴ Pour la description en détail des tâches attribuées au directoire, cf. §§ 76 à 94 *AktG*. Concernant l’assumption commune de la responsabilité, cf. aussi HÜFFER (1999, p. 354, Rz. 6; en référence à § 76 (1) *AktG*).

⁷⁵ Rappelons que même si le conseil de surveillance peut déterminer une liste de décisions fondamentales demandant son approbation, il ne peut, de droit, participer à la gestion de la société. Cf. § 111 (4) *AktG*.

⁷⁶ Cependant, il peut y avoir des recoupements personnels temporaires pour une période limitée à un an, occasionnés par le remplacement d’un membre du directoire par un administrateur (§ 105 (2) S. 1 *AktG*).

⁷⁷ De même, en cas d’application des réglementations sur la cogestion paritaire, un directeur général représentant les salariés doit être nommé au directoire. Cf. § 76 (2) *AktG* en référence à § 33 *MitbestG*.

En tant qu'organe de direction, le directoire a, plus particulièrement, vocation à assurer le développement général de l'entreprise, à coordonner les activités en son sein, à réaliser le contrôle interne, à attribuer les postes de commandement et à alimenter le conseil de surveillance en informations précises, exhaustives et sincères pour faciliter le contrôle du *management*.⁷⁸ Lors de l'accomplissement de ces fonctions, le directoire doit veiller à ce que les décisions prennent en compte l'intérêt, non seulement des actionnaires, mais également des employés et du public, l'objectif étant de garantir la pérennité et la rentabilité durable de l'entreprise. Ainsi, aucune des différentes parties prenantes ne semble en principe privilégiée.⁷⁹

Au niveau de la finalité de la gestion d'entreprise, HÜFFER (1999, pp. 355-356) précise qu'il n'existe pas d'ordre prédéterminé des intérêts à respecter. Au regard de l'inexistence d'intérêts prioritaires, le directoire a ainsi vocation à peser avec soin les intérêts de toutes les parties prenantes avant de prendre ses décisions de gestion. Cependant, une telle perspective n'exclut pas *a priori* la possibilité de poursuivre une politique centrée sur la valeur actionnariale lorsque celle-ci se justifie au vu des intérêts des autres partenaires de la firme.

2.1.2 Le conseil de surveillance

Comme son nom l'indique, le conseil de surveillance a pour fonction de surveiller le directoire.⁸⁰ Selon la loi sur la cogestion des salariés (*Mitbestimmungsgesetz*) – qui prévoit, depuis 1976, une participation explicite du personnel des sociétés employant plus de 2000 salariés, dans leur organe de contrôle – le conseil de surveillance doit être composé à parité par des représentants actionnariaux et du personnel, respectivement nommés par l'assemblée générale et le salariat.⁸¹ La taille du conseil dépend des effectifs et varie entre douze et vingt personnes. Une partie des représentants du personnel doit être composée de syndicalistes, leur nombre étant également fonction de la taille de l'entreprise.⁸² En cas d'égalité de vote, le président du conseil de surveillance – habituellement nommé du côté actionnarial – dispose de deux voix.

⁷⁸ Pour le devoir d'information, cf. § 90 *AktG* ; pour les autres fonctions, cf. HÜFFER (1999, p. 354, *Rz.* 7 et 8).

⁷⁹ Cf. notamment HÜFFER (1999, pp. 355-356, *Rz.* 12 à 14).

⁸⁰ Pour les différentes réglementations relatives au conseil de surveillance, cf. §§ 95 à 117 *AktG*.

⁸¹ Cf. la loi sur la cogestion des salariés (*MitbestG*), plus particulièrement §§ 1 à 7.

⁸² Les réglementations précitées connaissent un certain nombre d'exceptions. Ainsi, dans toute entreprise n'étant pas soumise à la cogestion, le conseil de surveillance doit comprendre entre trois et vingt-et-un administrateurs, sa taille devant être divisible par trois (§ 95 *AktG*). Dans les sociétés moyennes employant entre 500 et 2000 personnes, les salariés sont représentés à la hauteur d'un tiers dans le conseil de surveillance (§ 76 *BetrVG* dans sa version du 11 octobre 1952, remplacée en mai 2004 par le *DrittelbG*, § 4). Pour les entreprises des secteurs minier et sidérurgique, où la cogestion des salariés existe déjà depuis 1951, la taille du conseil de surveillance varie entre onze et vingt-et-un mandataires (cf. notamment *Montan-MitbestG* §§ 1 à 9 et *Montan-MitbestErgG* §§ 1 à 6). L'organe de contrôle y est constitué, de même, à parité de représentants actionnariaux et du salariat, auxquels s'ajoutent des mandataires neutres.

Étant chargé du contrôle du directoire, le conseil de surveillance a plus particulièrement vocation à accomplir les fonctions suivantes : vérification des comptes consolidés, du rapport d'activité et de la proposition de l'affectation des bénéfices, ainsi que désignation et éviction des membres du directoire. Lesdites fonctions peuvent être différenciées selon l'orientation temporaire du contrôle en une surveillance *ex post* et *ex ante*. Concernant la surveillance *ex post*, elle s'effectue en grande partie à travers la vérification de la comptabilité et des informations incluses dans les documents officiels de la société. À noter que le conseil de surveillance dispose, de plus, d'un outil de sanction ultime, à savoir la faculté d'évincer, en cas de mauvaise gestion de l'entreprise, les membres de l'équipe dirigeante.

Pour ce qui est de la surveillance *ex ante*, elle est réalisée par le droit des administrateurs à exiger des informations à tout moment, par la fixation d'une liste de décisions fondamentales, exigeant une approbation préalable du conseil de surveillance et, notamment, par la discussion directe avec l'équipe dirigeante sur l'orientation stratégique.⁸³ Dans cette perspective, le terme de surveillance est donc perçu de manière plus large et regroupe toute contribution de l'organe de contrôle en vue de conseiller le directoire. Précisons à ce titre que l'efficacité du contrôle *ex ante* dépend tout particulièrement des compétences et capacités des administrateurs. En effet, le directoire ayant prioritairement accès aux informations, le conseil de surveillance doit être constitué de personnalités expérimentées et aptes à anticiper les conséquences des futures décisions *managériales*. Néanmoins, au milieu des années 90, la surveillance *ex post* semble encore nettement l'emporter sur le contrôle *ex ante* (SERVATIUS, 1995, p. 223).

Le président du conseil de surveillance a, quant à lui, pour rôle de coordonner les activités au sein de l'organe de contrôle et de le représenter à l'extérieur. De même, il lui incombe un rôle essentiel au niveau de la communication avec le directoire. En effet, pour promouvoir une plus forte implication du conseil de surveillance dans les affaires et décisions stratégiques de l'entreprise, le président (*Aufsichtsratsvorsitzender*) est censé être l'interface entre l'équipe dirigeante et l'organe de contrôle. Il a notamment pour fonction de stimuler l'échange permanent entre les administrateurs et les membres du directoire. Ajoutons que le président du conseil de surveillance se doit de veiller en permanence à la comptabilité, pour vérifier d'une part, si les informations reflètent véritablement la situation de la firme, d'autre part, si elles sont suffisantes pour se faire une image fidèle de la situation stratégique de la société afin de conseiller, le cas échéant, le directoire. Enfin, il est souhaitable que le président ait un rôle actif dans le processus de recrutement du personnel de direction (SERVATIUS, 1995, pp. 224-225).

⁸³ Cf. § 111 (2) et (4) *AktG* et les explications du Code allemand du Gouvernement d'Entreprise (2003, point 3).

2.2 Les réglementations relatives aux liens

Malgré les tendances à la financiarisation de la gouvernance d'entreprise depuis les années 90 – accompagnée par une pression renforcée des marchés financiers et des investisseurs institutionnels –, les outils dont dispose le législateur allemand pour restreindre les relations interfirmes ne semblent pas avoir été sujets à des modifications majeures, tant au niveau du cumul des mandats (point 2.2.1) qu'au niveau des liens en capital (point 2.2.2).

2.2.1 La limitation des liens personnels

En raison de la nature dualiste du système de gouvernance allemand, qui demande une stricte séparation fonctionnelle entre la direction et le contrôle de la firme, une personne ne peut faire simultanément partie de la direction générale et du conseil de surveillance de la même société.⁸⁴ Toutefois, l'exercice simultané de mandats dans plusieurs entreprises est *a priori* autorisé. Si, à ce titre, les mandats de direction ne se voient sujets à aucune limitation, il n'en va pas de même pour la limitation des mandats de contrôle.

En effet, depuis 1937, la loi commerciale limite les mandats d'administrateurs qui peuvent être occupés par une personne physique, au nombre de dix. Sont exclus du décompte jusqu'à cinq mandats exercés dans les filiales, à savoir dans les firmes faisant juridiquement partie du groupe. Outre la limitation du nombre des postes de contrôle, l'échange croisé de dirigeants de deux entreprises différentes entre les conseils de surveillance de ces deux sociétés est interdit.⁸⁵ Ajoutons finalement que, tout comme en France, les mandats exercés au sein des organes de contrôle de sociétés d'origine étrangère ne sont pas réglementés par la loi.

Au regard de l'importance qu'a pris le thème de la gouvernance dans les années 90 et en réponse aux critiques croissantes adressées au système économique d'outre-Rhin, le législateur allemand a renforcé la jurisprudence commerciale à la fin du siècle dernier. Ainsi, la loi sur le contrôle et la transparence des sociétés anonymes (*KonTraG*), mise en place le 1^{er} mai 1998, modifie la loi fédérale sur les sociétés anonymes en vue d'améliorer la transparence du système de gouvernance. Toutefois, au niveau des liens personnels interfirmes, force est de constater que les modifications par le *KonTraG* se limitent, depuis, à la seule obligation du double décompte du mandat du président du conseil de surveillance.⁸⁶

⁸⁴ Cf. § 105 (1) *AktG*. Pour les exceptions temporaires, cf. § 105 (2) *AktG*.

⁸⁵ Cf. § 100 (2) *AktG* dans sa version du 04.05.1976.

⁸⁶ Cf. § 100 (2) *AktG* dans sa version du 27.04.1998.

Si la législation allemande interdit expressément l'appartenance simultanée d'une personne au directoire et au conseil de surveillance de la même société, cette séparation fonctionnelle n'empêche toutefois pas la mise en place d'autres formes de liens personnels entre les organes de direction et de contrôle au sein d'une firme. Bien au contraire, dans le système allemand, il semble exister une tradition, notamment répandue au niveau des « *Blue Chips* », selon laquelle les membres du directoire – et, plus particulièrement, son président – entrent habituellement directement, après achèvement de leurs mandats de direction, dans le conseil de surveillance de la même entreprise (BRESSER / THIELE, 2008).⁸⁷

Néanmoins, cette « tradition » peut entraîner plusieurs problèmes. D'une part, il existe le risque latent que l'ancien dirigeant, qui se voit légitimé par son expérience passée, cherche à s'immiscer dans les affaires quotidiennes du directoire. D'autre part, la continuité des relations personnelles peut empêcher un contrôle rigoureux de la nouvelle équipe de direction en place. En effet, la question de la succession du président du directoire étant généralement résolue dans la mesure où celui-ci « chaperonne » longtemps avant son départ une personne susceptible de prendre la relève, une critique du successeur en tête du directoire par le nouveau président du conseil d'administration pourrait être interprétée comme l'aveu d'un mauvais choix personnel par le passé. De même, le passage automatique à la tête de l'organe de contrôle induit le risque que le président se voie confronté à une remise en question des décisions *managériales*, prises auparavant sous sa propre responsabilité. Le problème prend de l'ampleur lorsque le président du directoire actuel – par gratitude ou respect de son protecteur – hésite à apporter des changements à la stratégie et retarde ainsi une réforme nécessaire de la politique actuellement menée pour améliorer l'efficacité de l'entreprise (SCHMIDT, 2001, pp. 98-99).

2.2.2 La limitation des liens financiers

La faible réglementation législative que l'on rencontre en Allemagne au niveau des liens personnels s'étend également aux participations financières entre firmes. Ainsi, les détentions de capital ne sont *a priori* soumises à aucune limitation juridique. S'y ajoute que le législateur allemand ne demandait, par le passé, la communication publique d'une participation financière qu'à partir du moment où elle dépassait un niveau jugé décisif : le quart du capital de la société concernée. En revanche, les participations inférieures ou égales à 25 % du capital échappaient systématiquement à l'obligation de publication.⁸⁸

⁸⁷ Cf. aussi l'étude récente de la *Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz* (2006), présentée dans le chapitre 3, section 2, point 2.4 de cette partie.

⁸⁸ Cf. § 20 (1) *AktG*.

Si les simples détentions au capital ne se voient donc pas limitées en termes de taille, la législation allemande restreint, en revanche, les participations réciproques entre firmes. Sont considérées en tant que telles les détentions mutuelles d'actions entre les sociétés avec siège social sur le territoire allemand qui dépassent le seuil de 25 % du capital. Dans un tel cas, l'exercice des droits de vote est plafonné – dans les deux sens – à 25 %.⁸⁹ Notons à ce titre que, compte tenu de cette définition, une participation croisée avec une entreprise d'origine étrangère n'est donc juridiquement pas reconnue en tant que telle. Il en va de même pour tout lien financier mutuel entre firmes représentant moins du quart du capital.

Les faibles exigences de publication des participations financières ont fait l'objet de nombreux débats. De fait, si la loi allemande porte déjà peu d'attention aux participations croisées, les structures plus complexes telles que les liens circulaires paraissent ignorées. Or, leurs effets sur l'efficacité des réglementations en vigueur ne sont pas négligeables, la simple construction d'une participation circulaire entre trois entreprises étant déjà suffisante pour rendre la directive sur les liens financiers réciproques complètement inefficace (WENGER / KASERER, 1998, p. 52 ; ADAMS, 1999). De plus, le contournement des réglementations par la mise en place de formations complexes permet aux entreprises de rendre opaques leurs participations, ce qui rend plus difficile, voire impossible, l'identification des véritables structures de propriété. Selon ADAMS (1994, pp. 149-151), les raisons justifiant ces pratiques seraient, entre autres, la volonté de camoufler les problèmes liés au contrôle des grands groupes industriels et financiers vis-à-vis de leurs propriétaires. Ainsi, les participations croisées et circulaires auraient neutralisé, au fil des dernières décennies, l'influence du marché des prises de contrôle pour les plus grandes entreprises allemandes des secteurs financier et industriels.⁹⁰

En réponse aux nombreuses critiques attribués aux réseaux interfirmes au cours des années 90, le *KonTraG* modifiait également le Code de commerce allemand (*HGB*) et exige, depuis son passage en 1998, la publication de toute participation dépassant le seuil de 5 % du capital d'une firme dans le rapport annuel.⁹¹ En revanche, toute autre réglementation relative aux liens financiers ne faisait l'objet d'aucun renforcement juridique particulier.

⁸⁹ Cf. § 328 (1) S. 1 *AktG* en référence à § 19 (1) S. 1 *AktG*.

⁹⁰ Cf. ADAMS (1994, p. 149) : « La motivation de l'inclusion d'un grand nombre d'entreprises dans une participation circulaire consiste en le fait que ces sociétés parviennent, par cette structure, à garder leurs liens de capital en dessous des critères législatifs décisifs quant aux obligations de publication des participations financières, aux réglementations pour les groupes consolidés et aux dispositions relatives aux opérations de fusions, tout en atteignant leurs objectifs d'une réduction de la concurrence interfirmes. Ceci a conduit, au cours de ces dernières années, à une neutralisation systématique du marché des prises de contrôle pour les groupes industriels et financiers allemands les plus importants ». Notre traduction.

⁹¹ Cf. § 285 S. 1 P. 11 *HGB*.

2.3 Les codes et les pratiques de gouvernance

Comparée aux autres pays, caractérisés par un marché financier puissant, l'Allemagne n'a développé des recommandations sur la gouvernance que relativement tard. Ce n'est qu'en 1999, suite aux modifications du *KonTraG* et aux travaux de l'OCDE, que l'Association Fédérale de l'Industrie allemande (*BDI*) mettait en place la « *Grundsatzkommission Corporate Governance* ». Cette commission présenta, en début d'année 2000, les *Corporate Governance Grundsätze*, appelés aussi *Code of Best Practice*. Les recommandations avaient pour objectif de promouvoir la confiance des acteurs économiques sur une gestion responsable de la firme.

Le code s'exprime sur les caractéristiques et les fonctions des organes de gestion et des comités spécialisés, mais touche aussi à un certain nombre de questions relatives à la rémunération et aux conflits d'intérêts. Il reconnaît expressément une double fonction à l'organe de contrôle en tant que surveillant et conseiller du directoire. Pour garantir un travail efficace, le code rappelle que la nomination des administrateurs doit être fondée sur leurs connaissances, capacités et compétences. Si le conseil et les comités devraient être constitués d'une part suffisamment élevée de mandataires indépendants, leur nombre n'est, cependant, pas explicité. De même, le code remarque que la succession de dirigeants dans le conseil « ne devra pas être la norme ».⁹² En revanche, la question du cumul de mandats n'est pas abordée. Le code propose de mettre en place six comités consultatifs, sans pour autant s'interroger sur leur composition.⁹³ Par ailleurs, il aborde des questions de rémunération et suggère la mise en place, pour le directoire, d'un système incitatif composé de programmes de *stock-options* et d'éléments qui sont fonction du succès économique à long terme. Enfin, le code sollicite la publication de la rémunération globale qui devrait être différenciée en éléments fixes et variables pour le directoire uniquement.

Parallèlement à l'instauration du *Code of Best Practice*, le *Berliner Initiativkreis* élaborait le *German Code of Corporate Governance (GCCG)*, qui a été présenté le 6 juin 2000.⁹⁴ Au regard d'un rapprochement international des comportements *managériaux*, le code se veut un guide à application volontaire et vise à améliorer la gouvernance d'entreprise, tout en tenant compte des spécificités juridiques, économiques, sociales et culturelles que rencontrent les sociétés allemandes. Selon le code, une bonne gouvernance se caractérise par une augmentation durable de la valeur, dont l'ampleur dépend de la capacité à satisfaire les besoins des parties prenantes. Si le code reconnaît la position prépondérante des actionnaires en tant qu'apporteurs de capitaux à risque, il ne s'exprime pourtant pas en faveur d'une politique exclusivement actionnariale. Plutôt,

⁹² Cf. *Corporate Governance-Grundsätze (Die Aktiengesellschaft, 2000, vol. 3, p. 112)*.

⁹³ Précisons que sur les six comités proposés (comité stratégique, comité d'audit, comité des nominations, comités de sélection des administrateurs, comité des risques et comité d'arbitrage), seul le comité d'arbitrage, relevant de la loi sur la cogestion (*MitbestG*), doit être obligatoirement mis en place dans les grandes sociétés.

⁹⁴ Présidé par Axel von WERDER, professeur de gestion à la *Technische Universität Berlin*, le conseil était constitué de dix personnalités réputées issues du monde académique et des affaires.

il met en évidence le fait que, pour arriver à une création de valeur durable, le directoire doit concevoir les activités dans le sens d'une « excellence multiple », c'est-à-dire de sorte que les parties prenantes contribuent le mieux possible à la prospérité de l'entreprise.⁹⁵

Outre des recommandations par rapport à l'échange dans et entre les organes de gouvernance, le *GCCG* s'exprime sur leur conception et les fonctions qu'ils sont censés accomplir. Ainsi, le conseil de surveillance devrait se réunir au moins six fois par an et ne pas dépasser la taille minimum déterminée par la loi.⁹⁶ Il est recommandé de créer au moins six comités, dont un comité de gouvernance. Les comités doivent regrouper entre trois et cinq membres. À l'opposé du *Code of Best Practice* – qui évoque sommairement la question de la quote-part des administrateurs indépendants –, le *GCCG* ne s'interroge, cependant, pas sur la composition de l'organe de contrôle. En revanche, le code souhaite que la nomination d'un ancien dirigeant se limite à une personne. Aussi, les administrateurs « ne devraient pas, normalement, épuiser le maximum de mandats autorisés [...] ».⁹⁷ Enfin, le code se prononce en faveur d'un rôle plus actif du conseil au niveau de la sélection et du recrutement des dirigeants. La pratique selon laquelle le *Vorstandsvorsitzende* décide seul des choix des dirigeants est, ici, indirectement critiquée. En cas de difficultés à trouver un candidat ou quand le directoire s'oppose aux propositions faites par le conseil, le code suggère même que les administrateurs aient recours à leurs propres réseaux afin de pourvoir les postes vacants. Notons finalement que les recommandations faites sur la publication de la rémunération des membres du directoire et du conseil de surveillance se contentent toujours de préconiser l'indication de la somme globale.

En mai 2000, l'ancien chancelier fédéral M. Gerhard SCHRÖDER a instauré une commission gouvernementale chargée de développer des recommandations en vue de rendre le système de gouvernance allemand plus transparent et intelligible. Les résultats du travail ont été résumés, en juillet 2001, dans un rapport, regroupant environ 150 recommandations de modernisation du droit des sociétés. Finalement, le 26 février 2002, une commission chargée de la mise en place des recommandations et instaurée en septembre 2001 par le Ministère de la Justice, publia le *Deutscher Corporate Governance Kodex* (désormais *Kodex*), code de gouvernance actuellement en vigueur en Allemagne.⁹⁸ Le *Kodex* « [...] présente les prescriptions légales majeures relatives à la gestion et au contrôle de sociétés allemandes cotées [...] et inclut des normes internationales et

⁹⁵ Cf. *German Code of Corporate Governance* (2000), partie I, n° 3 : « *Aufgabe der Unternehmensführung ist es folglich, die Wertschöpfungsaktivitäten des Unternehmens im Sinne einer 'multiplen Exzellenz' für sämtliche relevanten Bezugsgruppen so attraktiv zu gestalten, dass diese jeweils möglichst weitgehend zur Prosperität des Unternehmens beitragen* ».

⁹⁶ Notons qu'il s'agit, ici, des sociétés, soumises à la loi sur la cogestion des salariés (*MitbestG*), et dont la taille du conseil peut varier entre 12 et 20 personnes. Pour toute autre société, le conseil devrait avoir une taille comprise entre 6 et 9 administrateurs.

⁹⁷ Cf. *German Code of Corporate Governance* (2000), partie IV, n° 4.5 : « Les administrateurs ne devraient pas, en règle générale, épuiser le nombre maximum de mandats de contrôle autorisés ».

⁹⁸ Notons que le *Kodex* est parfois également appelé « *Cromme-Code* », ce terme se référant à la présidence de la commission par Gerhard CROMME, à cette époque Président du directoire de *ThyssenKrupp AG*.

nationales de bonne conduite et de gestion responsable des entreprises ».⁹⁹ Les explications du code se répartissent entre suggestions, recommandations et prescriptions. Si les firmes sont libres d'appliquer les suggestions, elles sont, en revanche, tenues de respecter les recommandations ou, en cas d'écart, de les rendre publiques. Quant aux prescriptions, elles sont à appliquer en accord avec les réglementations législatives en vigueur.

Les préconisations du *Kodex* s'appuient sur les codes antérieurs et traitent, outre de la conception et du fonctionnement des organes de direction et de contrôle, des modalités concernant l'assemblée générale et l'audit des comptes. Le code souligne le caractère actif du conseil de surveillance par rapport au contrôle et au conseil de l'équipe dirigeante à propos de la stratégie de l'entreprise, de l'évolution des affaires et de la gestion des risques. Pour que l'organe de contrôle puisse effectuer un travail efficace et indépendant, le *Kodex* suggère qu'il ne regroupe pas plus de deux anciens directeurs généraux en son sein. De plus, il est déconseillé que les administrateurs occupent des postes externes dans des firmes concurrentes du même secteur. Bien que la question du cumul des mandats soit, pour la première fois, abordée, elle se limite, cependant, aux administrateurs exécutifs, le code demandant à ces mandataires de ne pas exercer plus de cinq mandats de contrôle dans des sociétés cotées externes du groupe.¹⁰⁰ Au niveau des comités, le code se contente de demander la seule mise en place d'un comité d'audit qui ne devrait pas être présidé par un ancien dirigeant.

Les recommandations faites au niveau de la composition du conseil de surveillance peuvent, cependant, révéler des problèmes. D'une part, la limitation à deux anciens dirigeants ne garantit pas une activité indépendante, sachant que les anciens présidents du directoire exercent souvent la fonction de présidence du conseil. Dès lors, même une seule personne peut compromettre le degré d'indépendance. D'autre part, la suggestion que les administrateurs ne devraient pas exercer de fonctions dans le même secteur fait abstraction des éventuels avantages sous forme de transferts d'informations et de connaissances qui pourraient s'avérer utiles pour la stratégie de la firme. Le souci de limiter les liens personnels semble donc ignorer leur potentiel positif et peut être sujet à discussion. Finalement, le *Kodex* s'interroge de manière détaillée sur la rémunération. Au niveau du directoire, il demande que les rémunérations soient proportionnées au travail individuel des dirigeants, à la performance du *management*, à la situation économique et aux perspectives futures de la firme. Présentant un caractère à risque, les *stock-options* devraient être conçues de manière à ce que les paramètres de référence soient exigeants et pertinents. Enfin, le *Kodex* suggère, pour la première fois, la publication individuelle et détaillée des données sur les rémunérations, tant pour les dirigeants que pour les administrateurs.

⁹⁹ Cf. *Deutscher Corporate Governance Kodex* (2002), préambule.

¹⁰⁰ Précisons ici que cette recommandation ne touche pas les mandats d'administrateurs au niveau du groupe. En effet, selon la loi allemande sur les sociétés anonymes (*AktG*), ceux-ci ne sont pas ajoutés au décompte du total des mandats tant que leur nombre ne dépasse pas les cinq postes. Ainsi, un administrateur exécutif peut toujours, hormis son mandat de direction, exercer jusqu'à dix mandats de contrôle.

Depuis sa naissance en 2002, le *Kodex* allemand a connu différentes mises à jour (2003, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009). Néanmoins, ces actualisations se limitaient à des changements mineurs et concernaient surtout la détermination et publication des éléments de rémunération du directoire et l'indépendance des administrateurs. Ainsi, pour renforcer l'efficacité du conseil de surveillance, le *Kodex* précise que celui-ci devra regrouper un nombre suffisamment élevé de membres indépendants. À cet égard, un membre est tenu pour indépendant s'il n'entretient aucune relation de nature commerciale ou personnelle avec la société ou le directoire, suscitant un conflit d'intérêts. Dans le code, il est aussi souligné que le passage des dirigeants à la tête du conseil de surveillance ou de l'un de ses comités ne devra pas être la norme et qu'une telle intention sera expressément à justifier devant l'assemblée générale.¹⁰¹ Cependant, une comparaison des codes de gouvernance existant de part et d'autre du Rhin montre que la question de l'indépendance des administrateurs semble être moins traitée en Allemagne qu'en France.

Malgré les diverses modifications présentées, le code ne considère toujours pas comme problématique la transition du *management* au conseil de surveillance, tant que les « transferts » ne dépassent pas le nombre de deux personnes et que celles-ci ne président ni le conseil, ni les comités. Or, il semble difficile d'imaginer qu'un ancien président du directoire puisse réduire son influence lorsqu'il n'occupe qu'un poste d'administrateur ordinaire au lieu de présider l'organe de contrôle de « son » groupe. Bien au contraire, la probabilité de conflit entre celui-ci et le président du conseil, notamment à cause de la nature différente des relations avec le directoire, risque d'être plus élevée. Dans le pire des scénarios, le président du conseil de surveillance se voit relégué à un rôle de pseudo-président, alors même que c'est l'ancien président du directoire qui tient les rênes. En revanche, dans une interprétation plus optimiste, ladite réglementation peut s'avérer avantageuse car l'occupation de postes par d'anciens dirigeants peut permettre de garder un contact avec le directoire, tandis que le nouveau président du conseil de surveillance enrichit le travail par ses contacts extérieurs. Dans une telle perspective, l'efficacité de l'organe de contrôle pourrait même être augmentée et *in fine* renforcer la création de valeur.

La dernière actualisation du *Kodex* date du 06 juin 2009. Les modifications effectuées répondent de même aux directives européennes précédemment évoquées et aussi, en partie, aux discussions éthiques récentes concernant le niveau de rémunération des dirigeants jugée raisonnable et acceptable par la Société. En conséquence, le code demande désormais au conseil de surveillance non seulement de discuter, mais de délibérer sur la structure et les éléments importants de la rémunération du directoire. En revanche, le phénomène du cumul de mandats n'a fait, depuis la première mise en place du *Kodex* en 2002, l'objet d'aucune discussion approfondie, à l'exception de leur limitation au nombre de cinq pour les mandataires exécutifs.

¹⁰¹ Cf. *Deutscher Corporate Governance Kodex* (2002), dans sa version actualisée du 14 juin 2007, plus particulièrement les points 5.4.2 et 5.4.4.

Conclusion du chapitre 2

Le second chapitre avait pour objectif de présenter les caractéristiques des organes de gestion au sein des systèmes de gouvernance français et allemand et de mettre en lumière les différentes réglementations qu'ils rencontrent relatives aux liens personnels et financiers. À ce titre, nous avons procédé, pour chacun des deux pays de notre analyse, à la même démarche. Après une brève description de la nature du modèle économique, nous avons détaillé les principaux traits des organes de direction et de contrôle dans la structure organisationnelle des sociétés. Ensuite, nous avons évoqué les diverses réglementations législatives qui ont été mises en place, au cours des années passées, pour restreindre les relations interfirmes à caractère personnel et financier. À ces informations ont été ajoutées, dans une troisième partie, les indications des différents codes de bonne conduite concernant le cumul de mandats.

L'originalité du système français réside dans le fait qu'il permet aux sociétés d'opter, soit pour une structure moniste à conseil d'administration avec cumul fonctionnel ou non, soit pour un système dual à conseil de surveillance et directoire. En réalité, la forme moniste à cumul des fonctions semble l'emporter, une société sur deux environ du CAC 40 ayant adopté cette structure en 2005. Si la législation française limite généralement le cumul des mandats au nombre de cinq, il existe, toutefois, des exceptions quant aux sociétés contrôlées ou aux filiales. De même, les mandats cumulés à l'étranger ne sont pas limités. Au niveau des liens financiers, toute participation réciproque, dépassant la part de 10 % au capital, est interdite. Finalement, les codes de gouvernance récents prônent une limitation des mandats de contrôle à quatre postes pour les dirigeants, la présence d'administrateurs indépendants à hauteur d'un tiers au sein de l'organe de contrôle, de moitié dans les comités et de deux-tiers dans le comité d'audit.

Le système allemand se caractérise par une structure duale des sociétés à directoire et conseil de surveillance. Son modèle de cogestion paritaire prévoit une représentation explicite du personnel. La législation paraît plus souple vis-à-vis des liens personnels et financiers. Ainsi, l'exercice des droits de vote est uniquement limité à 25 % pour les participations mutuelles dépassant le quart du capital. Quant aux liens interconseils, le cumul de mandats d'administrateurs est limité au nombre de dix postes, auxquels peuvent s'ajouter jusqu'à cinq mandats supplémentaires dans des sociétés filiales. Concernant les codes de gouvernance, le récent *Kodex* recommande pour les membres du directoire de ne pas exercer plus de cinq mandats de contrôle et d'éviter le passage automatique de la direction générale à la tête du conseil de surveillance. Pour accomplir ses tâches avec efficacité, l'organe de contrôle devra être composé de suffisamment d'administrateurs indépendants, leur nombre n'étant cependant pas précisé.

Chapitre 3 : L'évolution historique des réseaux interfirmes

Les racines des réseaux interfirmes français et allemand remontent, tout comme celles de la plupart des pays de l'Europe continentale, à la seconde moitié du XIX^e siècle. C'est à cette époque que les systèmes économiques commencèrent sensiblement à se transformer. Jusqu'ici, les grandes économies étaient encore majoritairement composées d'entreprises familiales qui exerçaient directement le contrôle sur la gestion de leur patrimoine. Or, l'émergence du progrès technique et de nouvelles formes de production exigèrent davantage de capitaux. Si ce besoin croissant en capital fut satisfait, aux États-Unis, par différentes voies de financement – et notamment *via* le marché – il n'en allait pas de même pour la France et l'Allemagne où dominait un financement indirect, organisé par les banques qui s'occupaient, de surcroît, des affaires financières quotidiennes des firmes (WINDOLF, 2002). Par conséquent, un certain nombre de rapprochements, sous forme de participations au capital, ou de partage d'administrateurs et / ou de dirigeants communs furent observés entre l'industrie et les banques. Il faut noter également une tradition de cartels et une perception différente du rôle du système économique, davantage orienté vers une régularisation de la concurrence et une coordination des divers acteurs en vue d'améliorer le bien-être social (SHONFIELD, 1967 [1965] ; HILFERDING, 1982 [1927]). Confortées par un réseau très dense de collaborations entre firmes (cartels, *trusts*, ententes...), les relations banques-industrie s'étendirent et entraînèrent, au cours des décennies suivantes, la naissance de puissantes structures interentreprises.

Pour l'Allemagne, ces évolutions conduisirent à l'émergence d'un « capitalisme organisé », souvent aussi appelé « *Deutschland AG* » (KOCKA, 1980 ; WINDOLF, 2002, pp. 51-76 ; HÖPNER, 2003a ; HÖPNER/ KREMPEL, 2004). Tout différent fut le résultat en France où se développa un capitalisme étatique, caractérisé par une concentration du capital et un rôle déterminant des élites administratives qui reliaient le secteur public aux grandes firmes (SHONFIELD, 1967 [1965] ; BOUVIER, 1973 ; BELLON, 1980 ; WINDOLF, 2002, pp. 77-96).

Les divergences constatées entre les États-Unis et l'Europe continentale au niveau de l'évolution du financement d'entreprise conduisirent à des structures d'actionnariat radicalement différentes. Selon une étude comparative de WINDOLF (2002, pp. 31-50), environ 95 % des actionnaires américains détenaient ainsi moins de 5 % du capital d'une firme, alors que quatre actionnaires allemands sur dix environ possédaient au moins trois-quarts du capital.¹⁰² Pour la

¹⁰² WINDOLF (2002, pp. 31-50) analyse les relations personnelles et financières en Allemagne (1993), en France (1997), en Grande-Bretagne (1993), aux Pays-Bas (1995), en Suisse (1995) et aux États-Unis (1997).

France, le premier chiffre correspondait à près de 52 %. Parallèlement, avec 24 % environ des actionnaires détenant au moins 50 % du capital, l'actionnariat français était de même relativement concentré. Autre différence constatée : l'origine des actionnaires. Ainsi, les fonds de placement et de pensions représentaient près de trois-quarts des actionnaires américains, alors que les actionnaires individuels occupaient une place presque négligeable (1,8 %). Comparé à cela, respectivement 18,9 % et 18 % des actionnaires allemands et français étaient des familles propriétaires ou des individus, alors que les fonds professionnels n'y représentaient respectivement que 2,8 % et 8,4 % des propriétaires. Enfin, en Allemagne, 36,1 % des actionnaires étaient des sociétés non financières domestiques, qui sont le reflet des relations toujours étroites au sein de l'industrie allemande. Ce chiffre correspondait à un niveau de 17 % pour la France, comparé à un pourcentage de seulement 0,1 % pour les États-Unis.

L'importance des réseaux interentreprises se reflétait également au niveau des liens personnels, tant outre-Rhin que dans l'Hexagone. Ainsi, parmi les 300 entreprises allemandes considérées, 581 liens interconseils étaient noués.¹⁰³ En France, 374 firmes créaient 503 liens personnels, comparés à 230 liens pour les 300 sociétés britanniques et 528 liens pour les 481 firmes américaines. Il n'y a qu'en Suisse, que la densité des liens était encore plus prononcée, les 300 entreprises suisses formant 865 interconnexions. De surcroît, 21 % environ des relations personnelles directes en Allemagne se caractérisaient par une nature multiple, à comparer aux 14,2 % pour les liens français et à seulement 0,6 % pour les États-Unis.

Selon les chiffres cités, les réseaux interfirmes semblent donc encore dans les années 90 jouer un rôle prépondérant dans les systèmes de gouvernance de part et d'autre du Rhin. Mais qu'en est-il aujourd'hui ? Avant de nous préoccuper de leur rôle actuel, il nous semble judicieux de nous interroger, d'abord, sur l'histoire des réseaux. Nous pensons qu'une telle démarche présente deux grands atouts. D'une part, elle permettra de mieux comprendre l'évolution des relations interfirmes au cours du dernier siècle et d'en déduire les variables les plus pertinentes pour notre modèle empirique. D'autre part, une meilleure connaissance de l'évolution historique des réseaux facilitera, nous semble-t-il, leur interprétation actuelle.

Nous présenterons ci-après un résumé de l'évolution des réseaux interfirmes en France et en Allemagne. À ce titre, nous commencerons notre étude à l'ère de l'industrialisation pour conclure par une présentation de l'état actuel des réseaux. Conformément à la démarche du chapitre précédent, nous évoquerons d'abord l'histoire des réseaux en France (section 1), avant de passer à l'analyse de leur évolution en Allemagne (section 2).

¹⁰³ Il s'agit ici de liens personnels directs en chiffres dichotomisés (Cf. WINDOLF, 2002, p. 32).

Section 1 : L'évolution des réseaux interfirmes en France

Dans la section subséquente, nous présenterons l'évolution historique des réseaux interfirmes en France. Nous commencerons par l'époque située entre l'industrialisation et la Seconde Guerre mondiale (sous-section 1.1), puis nous passerons à l'après-guerre (sous-section 1.2) et aux privatisations des entreprises étatiques pendant les années 80 (sous-section 1.3), pour terminer par l'influence de la financiarisation de la gouvernance des entreprises sur l'état actuel des structures de réseau françaises (sous-section 1.4).

1.1 De l'industrialisation à la Seconde Guerre mondiale

Tout comme dans les autres économies européennes, en France, les réseaux interfirmes ont été la résultante de la révolution industrielle qui a débuté au XIX^e siècle. Néanmoins, contrairement à la situation du *leader* économique de cette époque – la Grande-Bretagne –, le contexte économique français a été peu propice à l'accumulation des capitaux privés. Les conditions défavorables à un essor rapide de l'économie relèvent de trois circonstances majeures. Selon HAUTCŒUR (1997), les dépenses de guerre de 1870 et les paiements d'indemnités aux Allemands ont eu de lourdes conséquences pour le marché financier : pour attirer les capitaux nécessaires, les Pouvoirs Publics avaient décidé de le financer par des emprunts à taux élevés, ce qui suscita une bulle spéculative. Celle-ci éclata en 1882 et secoua considérablement le paysage financier, entraînant « [...] une baisse durable des inscriptions à la cote qui a probablement privé l'industrie française de capitaux » (*Ibid.*, p. 252).

De surcroît, l'idéologie anticapitaliste et le rejet de la bancarisation par de nombreux acteurs économiques limitaient le financement de l'industrie.¹⁰⁴ Dès lors, la croissance restait majoritairement centrée sur l'accumulation du capital au plan local, avec une préférence pour l'autofinancement et l'exploitation maximale de la force de travail. Ceci se reflétait dans un marché financier sous-développé, ce dernier ne gagnant de l'ampleur que depuis la fin du XIX^e siècle. Par ailleurs, le rôle de la haute banque – se limitait à la gestion de fortunes familiales, ainsi qu'à des emprunts d'États, sans participation directe au financement du progrès industriel (BELLON, 1980, pp. 97-104; HAUTCŒUR, 1997).¹⁰⁵

¹⁰⁴ À ce titre, cf. aussi MURPHY (2004) qui prétend que plusieurs traumatismes financiers, vécus par le passé, tels que l'écroulement du système de Law, l'hyperinflation des Assignats lors de la Révolution et le système très restrictif des notaires, auraient empêché la naissance d'un système financier performant, mais plutôt conduit à un rôle prépondérant des entreprises familiales que l'on retrouve encore de nos jours.

¹⁰⁵ Malgré une baisse de l'importance de la haute banque, due à l'arrivée notamment, de nouveaux établissements davantage spécialisés dans le financement des entreprises, son rôle reste non négligeable dans les décennies à venir. Ainsi, selon MORIN (1970, pp. 151-173), encore en 1971, la haute banque contrôlait 5 % des 200 premières sociétés françaises et occupait une place importante dans la gestion de patrimoines privés. Toutefois, son influence commença à s'atténuer au cours des années 70.

L'émergence du progrès technique demandant un besoin massif de moyens de financement que ce système vétuste ne pouvait plus satisfaire, à partir des années 50 du XIX^e siècle, une nouvelle forme de banque – appelée la « banque universelle » – voyait le jour. Ces banques nouvelles collectaient les dépôts d'épargne de faible montant dont la finalité était de financer les nouvelles industries telles que celles du fer, de l'acier, du charbon, des transports maritimes ou encore celle du gaz d'éclairage (BOUVIER, 1973, pp. 41-42).

De surcroît, l'essor de ces banques fut renforcé par l'émergence d'une nouvelle forme organisationnelle de l'entreprise : la société anonyme (SA). Instaurée par la loi en 1863, sa limite en taille a été supprimée en 1867. En rendant désormais possible l'augmentation de capital à travers l'épargne publique, cette mesure provoquait une importante vague de concentrations dans de nombreux secteurs industriels tels que le textile ou la sidérurgie. De même, la concentration des capitaux entre les mains des grandes banques permettait une participation active de ces dernières à des projets de financement de grande envergure, dépassant parfois même le territoire français (BELLON, 1980, pp. 104-112).

Néanmoins, suite à un certain nombre de problèmes relatifs à cette politique industrielle des banques, les trois dernières décennies du XIX^e siècle étaient marquées par une réorganisation du secteur financier français et le début d'un mouvement de spécialisation bancaire, entraînant la cession des participations industrielles par de nombreuses banques. Ainsi, alors que la période précédente était caractérisée par l'existence de banques universelles régionales et nationales, la restructuration conduisait à la séparation formelle des activités bancaires, faisant émerger deux formes de banques : les banques d'affaires et les banques de dépôt.

Les banques d'affaires se spécialisaient dans le financement des activités de production de grande envergure, dans les activités de prêts et d'avances à l'État, ainsi que dans la gestion de leurs participations financières. De grands établissements tels que la Banque de Paris et des Pays-Bas, la Banque de l'Indochine, la Banque de l'Union Parisienne et la Banque Française pour le Commerce et l'Industrie furent fondés durant cette période. En revanche, les banques de dépôts à réseau national d'agences, se contentaient de collecter l'épargne et de la placer en titres peu risqués. Les activités étant centrées sur les opérations de crédit à court terme et les services bancaires de masse, les relations commerciales avec les entreprises se limitaient à la gestion des comptes courants et du capital circulant. De même, il n'existait que quelques liens interconseils sporadiques avec le secteur industriel. C'est lors de cette période que le Crédit Industriel et Commercial, le Crédit Lyonnais, la Société Générale et le Comptoir National d'Escompte de Paris furent créés (BOUVIER, 1973, pp. 39-44).

Pour résumer, la période entre 1880 et la Première Guerre mondiale fut ainsi caractérisée par un processus de concentration bancaire, débouchant sur la disparition d'un nombre important d'établissements au profit des grandes banques d'affaires et de dépôts (BOUVIER, 1973, p. 70). Néanmoins, le système économique français continuait à rester « [...] dès avant 1914 [caractérisé par] des éléments d'un capital financier régional malgré des activités nationales ou internationales peu coordonnées et développées » (BELLON, 1980, p. 117).

Après la Première Guerre mondiale, le système bancaire connaissait une reprise générale des activités d'investissements et d'alliances, aussi bien au niveau métropolitain que dans les régions colonisées ou celles conquises de l'Empire allemand. Parallèlement, les banques d'affaires et les groupes industriels se rapprochèrent par l'établissement de davantage de relations de prêts et un partage accru d'administrateurs (BOUVIER, 1973, pp. 72-73). L'évolution fut accompagnée par la création de nombreux organismes financiers (compagnies de *holdings*) pour promouvoir le financement industriel à long terme et assurer le règlement des dommages de guerre (BELLON, 1980, pp. 117-119 ; LEVY-LEBOYER, 1980, pp. 138-146).

L'entre-deux-guerres se caractérisa, par ailleurs, par une concentration du monde des entreprises et l'émergence de nouveaux secteurs prometteurs en termes de profit et de croissance, tels que l'automobile ou l'industrie chimique et pétrolière (LEVY-LEBOYER, 1980, pp. 126-129 ; GREEN, 1986, pp. 82-83). Malgré les nombreuses opérations de rapprochement et de fusion au sein des différents secteurs industriels, la concentration économique, comparée à celle d'outre-Rhin, demeura cependant relativement faible car l'industrie française restait majoritairement « [...] attachée aux structures contrôlées, au pouvoir de l'entrepreneur, aux mesures protectionnistes et à l'expansion locale » (BELLON, 1980, p. 142).

Outre l'importance du secteur financier, l'État français jouait, depuis le début, un rôle interventionniste. Ceci peut s'illustrer par l'exemple de la colonisation, dont le processus était caractérisé par la poursuite simultanée d'objectifs économiques et financiers, d'une part, et d'objectifs politiques et militaires, d'autre part. L'interventionnisme étatique se développa davantage entre 1880 et 1940 et suscita de multiples nationalisations au sein des secteurs tels que la télécommunication, le chemin de fer ou l'électricité. De plus, celles-ci eurent pour conséquence – à cause des indemnités versées aux anciens propriétaires – de rendre mobiles des capitaux auparavant bloqués, ce qui permit de les investir dans de nouveaux secteurs économiques. Néanmoins, l'influence de l'État sur le secteur bancaire diminua de façon continue jusqu'au lendemain de la Seconde Guerre mondiale (BELLON, 1980, pp. 143-154).

1.2 De l'après-guerre jusqu'aux années 70

Selon BELLON (1980, pp. 154-159), la période de l'après-guerre peut être interprétée comme une phase de réorganisation de l'économie française, devenue nécessaire face à l'émergence de nombreux problèmes politiques (décolonisation), financiers (plusieurs dévaluations du franc), militaires (guerre d'Algérie) et économiques (traité de Rome, libéralisation des marchés). En intégrant les industries de pointe au marché mondial, le gouvernement cherchait alors à restructurer le système productif, à accroître sa compétitivité et à faciliter la constitution de groupes de grande envergure. Cette politique conduisait à une importante transformation du paysage économique et à une forte stimulation de l'emploi. La stratégie de rattraper le retard sur les autres économies industrielles consistait ainsi en la poursuite d'une planification nationale en faveur des secteurs productifs clés (SHONFIELD, 1967 [1965], pp. 123-155 ; BOYER, 1996, pp. 109-111 ; O'SULLIVAN, 2001, pp. 4-5).

En conséquence, l'État continuait de « [...] privilégier de façon systématique [par les aides publiques directes et indirectes] les groupes susceptibles de devenir compétitifs au plan international » (BELLON, 1980, p. 159). Visant une hausse durable du taux d'investissement sans que celui-ci soit financé par une augmentation des profits, l'État lançait alors un processus de nationalisation qui ne toucha pas uniquement le secteur financier, mais également, en grande partie, le secteur de l'énergie et les groupes industriels soupçonnés de collaboration avec les nazis tels que Renault (HAUTCŒUR, 1996, pp. 137-138). Selon une étude de MORVAN (1972), menée en 1965 sur les onze premières entreprises françaises, sept étaient soumises à un contrôle partiel ou complet de l'État. Au total, cet auteur identifie 375 firmes propriété intégrale de l'État, 160 entreprises où ce dernier détenait au moins 30 % du capital, et 600 entreprises dans lesquelles l'État possédait moins de 30 % des actions.¹⁰⁶ Ces chiffres donnent un premier aperçu de l'influence de l'État sur un ensemble de près de 1000 sociétés, la motivation sous-jacente étant de s'assurer du contrôle des secteurs industriels clés.

Le mouvement de restructuration précité se traduisait de même par un accroissement du nombre de concentrations et de fusions qui débouchaient sur l'émergence des groupes comme nouvelle forme de structure industrielle.¹⁰⁷ Habituellement, l'on distingue deux vagues de restructurations. La première vague (de 1958 à 1965) se caractérise par le rachat de sociétés de

¹⁰⁶ MORVAN (1972, pp. 225-226) ne s'interroge toutefois que sur les détentions directes au capital, les participations indirectes n'étant pas retenues dans son analyse.

¹⁰⁷ Comparé aux économies américaine et britannique, le nombre d'opérations de concentration par OPA reste toutefois très faible. Ainsi, entre 1966 et 1970, MORVAN (1972, p. 76) ne compte qu'une vingtaine d'OPA de taille importante en France, comparées à 90 environ entre 1964 et 1965 aux États-Unis et 300 environ rien qu'en 1968 en Grande-Bretagne. Par ailleurs, il s'agit, sauf exception, d'opérations amiables.

taille secondaire par les grandes entreprises afin d'élargir ou de diversifier leur champ d'action respectif. Pour ce qui est de la seconde vague (de 1966 à 1973), elle se manifeste par des fusions notables entre les groupes formés préalablement en vue d'atteindre un poids économique national. Toutefois, cette restructuration de l'économie française ne conduisait pas à la dissolution des anciennes structures de cartels de firmes. Bien au contraire, nées durant l'industrialisation, ces structures semblaient perdurer (BELLON, 1980, pp. 13-16).

Le secteur financier n'était, lui, pas exempt du mouvement des nationalisations. Ainsi, en décembre 1945, les grandes banques de dépôts telles que le Crédit Lyonnais, la Société Générale, le Comptoir National d'Escompte, ainsi que la Banque Nationale pour le Commerce et l'Industrie étaient nationalisées. Le résultat fut un élargissement considérable de l'influence de l'État sur le secteur bancaire et, *de facto*, une suppression de toute concurrence entre les établissements financiers. L'État interdisant parallèlement la spécialisation bancaire, un système de banques universelles nationalisées voyait le jour au lendemain de la guerre. Précisons que cette réorientation vers une banque à activités multiples permettait d'assurer à la fois une multitude de services au niveau de la gestion de dépôts et du financement de l'industrie. De surcroît, le besoin croissant de financements à long terme conduisait l'industrie à se tourner davantage vers le secteur bancaire et à rétablir, au moins partiellement, les liens existant auparavant. Néanmoins, en 1966, le système de séparation fut à nouveau rétabli et marqua la fin de l'évolution vers le modèle de banque universelle (BOUVIER, 1973, pp. 74-75).

L'impact des nationalisations sur le système économique était manifeste. Ainsi, elles suscitaient, outre le contrôle de l'État sur de grandes parties de l'économie, la mise en place de procédures de financement favorables au secteur nationalisé. Par ailleurs, suite au retrait de nombreux titres de la cote, la capitalisation du marché boursier se voyait divisée par deux, n'attribuant à ce dernier qu'un rôle mineur dans le système économique français. En effet, entre 1960 et 1971, la quote-part des émissions de titres ne s'élève qu'à 19 % environ du total du financement externe à long terme, effectué par les entreprises publiques et privées. Seul un investissement sur dix était réalisé par émission d'actions (HAUTCŒUR, 1996, p. 142).

Malgré les mouvements de consolidation des entreprises françaises, les firmes en propriété familiale ne perdaient, toutefois, pas de leur importance, comme le montre le tableau suivant (tableau 2). Ainsi, selon l'étude de MORIN (1980), en décembre 1971, une firme sur deux parmi les 200 premières entreprises de l'Hexagone se trouvait toujours sous contrôle familial,

tandis que plus d'un quart des firmes se voyaient contrôlées par des propriétaires étrangers.¹⁰⁸ Parallèlement, seules 18 % des sociétés retenues dans l'étude se voyaient sous le contrôle de groupes industriels ou bancaires. Cette dernière forme de propriété, parfois également nommée « contrôle technocratique », ne semble ainsi pas avoir exercé une influence remarquable au cours de cette période. Autre fait surprenant : seule une partie très mineure des entreprises (4 % du total des sociétés) était contrôlée par l'État français.¹⁰⁹

Tableau 2 : Nature et forme de contrôle des 200 premières sociétés françaises en 1971

Types de contrôle	Contrôle familial	Contrôle bancaire	Contrôle industriel	Contrôle étatique	Contrôle étranger	Contrôle coopératif	Total des firmes
Majoritaire (> 50 %)	36	2	1	7	40	1	87
Majoritaire avec influence (2e actionnaire > 33,3 %)	2	3	-	-	1	-	6
Minoritaire (de 5 % à 50 %)	43	11	2	1	9	-	66
Minoritaire avec influence (partage d'influence)	19	9	2	-	6	-	36
Interne (< 5%)	-	-	4	-	-	-	4
Interne (soumis à une influence extérieure)	-	-	1	-	-	-	1
Total des firmes	100	25	10	8	56	1	200

Source : adapté de MORIN (1980, p. 65, tableau 9)

Lorsqu'on s'attarde de plus près sur les niveaux de contrôle, on constate, de surcroît, une concentration particulièrement forte des structures de propriété. Ainsi, plus de deux cinquièmes des entreprises (43,5 %) étaient soumises au contrôle majoritaire absolu d'un seul actionnaire. Dans les groupes de firmes sous contrôle étatique ou étranger, ces chiffres se montaient tout de même à des niveaux respectivement de 87,5 % et de 71,4 %. En revanche, le contrôle interne ne jouait qu'un rôle très mineur dans les plus grandes sociétés françaises, ce dernier type de contrôle se limitant aux entreprises soumises à un contrôle industriel.

¹⁰⁸ Les entreprises étaient choisies par classement selon les capitaux propres (cf. MORIN, 1980, p. 54).

¹⁰⁹ À première vue, les résultats de MORIN (1980, p. 65), relatifs au rôle de l'État, paraissent totalement antagonistes à l'importante influence étatique qu'a relevée MORVAN (1972, p.225) dans son analyse menée quelques années auparavant. Toutefois, il convient de préciser que MORVAN (1972), dans son étude, ne précise pas la taille des 1.000 sociétés qu'il considère sous influence de l'État. Par conséquent, ses résultats doivent être nuancés par rapport à ceux de MORIN (1980).

Suite aux concentrations et nationalisations, de nouvelles structures de réseau semblaient se mettre en place vers la fin des années 70. Ainsi, BELLON (1980, pp. 65-95), dans son analyse des 48 premiers groupes français en 1976, fait ressortir l'existence de deux pôles financiers : l'un étant construit autour de Paribas, l'autre autour de Suez. Ces deux firmes sont censées se concurrencer en vue d'obtenir la suprématie financière française.

Le premier pôle – dont l'acteur central est l'établissement bancaire Paribas – se caractérise par un nombre élevé de *holdings* intermédiaires qui s'engagent dans le capital des entreprises issues du secteur financier et de l'industrie, reflétant ainsi la division des tâches et la délégation du pouvoir financier au sein du groupe. Parallèlement, Paribas détient de nombreuses participations dans les grandes firmes indépendantes où il envoie également ses administrateurs. L'importance du groupe financier se mesure au fait qu'il détient, en moyenne, dans trois entreprises sur quatre qui gravitent autour de lui, une participation financière. En sens inverse, seule une firme sur six participe au capital de Paribas. Pour ce qui est du second pôle, le groupe *leader* Suez se caractérise par une politique de gestion plus prononcée de son patrimoine financier, reflétée par des détentions moyennes de participations plus élevées. Parallèlement, ce groupe-ci s'intéresse beaucoup moins que Paribas aux activités industrielles et commerciales. Suez n'étant constitué que de trois *holdings*, son pouvoir semble, par ailleurs, plus centralisé. Le groupe détient, dans un cas sur deux, une participation dans les sociétés positionnées autour de lui. En sens inverse, il n'existe, sauf exception, aucune participation des groupes périphériques dans Suez ce qui confirme la structure en astérisque des participations.

Au niveau des relations personnelles, on constate avec étonnement que les liens inter-conseils établis par les deux pôles ne semblent pas servir à renforcer leurs participations financières. De fait, les relations établies se limitent généralement à des sociétés à faible, voire sans, connexion financière, ce qui indique l'absence de recoupements de liens. Par ailleurs, il existe une séparation quasi-totale entre le pôle Paribas et le pôle Suez, la présence d'administrateurs de l'un des deux pôles s'accompagnant généralement de l'absence de représentants de l'autre. Cependant, les deux pôles se différencient au regard de la structure de leurs liens personnels. Tandis que celle de Suez s'organise selon une structure en astérisque, les relations personnelles de Paribas sont plutôt de nature réciproque (BELLON, 1980, pp. 85-86).

Ces deux pôles financiers, à la base du mode organisationnel du capitalisme *managérial*, allaient constituer, dans les 30 années à venir, le socle des réseaux interfirmes de l'Hexagone. Ils ont représenté pendant longtemps – à travers les relations étroites entre les secteurs industriel et financier – les entreprises-clés en matière de décision et de coordination.

Outre le degré de concentration relativement élevé des plus grandes entreprises françaises, l'interpénétration, aussi bien de la haute administration publique que des poids lourds industriels et commerciaux, par les hauts fonctionnaires – ce phénomène est également souvent appelée « pantouflage » – peut être considérée comme une autre caractéristique majeure des réseaux interentreprises qui existent dans l'Hexagone (BIRNBAUM, 1977 ; BIRNBAUM *et al.*, 1978 ; BOURDIEU, 1989 ; HARTMANN, 2007, pp. 99-102).

Selon l'analyse empirique menée par BIRNBAUM (1977, pp. 140-142), en 1972, 12 % des premiers dirigeants des 100 plus grandes sociétés françaises avaient débuté leur carrière soit à l'inspection des Finances, soit à la Cour des comptes. De surcroît, presque un patron français sur deux (43 %) appartenait auparavant à l'administration publique. Au niveau de ce « transfert organisé » entre le secteur public et les grandes entreprises françaises, les Grands Corps paraissent ainsi jouer un rôle éminent, comme l'illustrent les chiffres suivants (tableau 3).

Tableau 3 : Sorties des Grands Corps entre 1958 et 1974

	Conseil d'État	Inspection des Finances	Cour des Comptes	Corps préfectoral	Corps diplomatique
Secteur public	25,8%	27,0%	33,1%	21,3%	45,0%
Secteur privé	54,2%	58,1%	33,5%	32,6%	25,0%
Autre	15,1%	13,3%	29,7%	35,9%	20,0%

Source : adapté de BIRNBAUM (1977, p. 143)

Ainsi, le tableau ci-dessus indique qu'au cours de la période 1958-1974, un membre sur deux environ du Conseil d'État poursuivait ensuite une carrière dans le secteur privé. Ce chiffre était encore plus élevé, s'agissant des membres de l'inspection des Finances, alors que les quotes-parts respectives des sortants de la Cour des Comptes, du Corps préfectoral et du Corps diplomatique étaient nettement plus faibles. Parallèlement, une grande partie d'entre eux se dirigeait vers le secteur public ou vers d'autres sommets de l'appareil de l'État.

Par ailleurs, lorsqu'on effectue un classement des sortants selon les branches économiques choisis, une forte prééminence des secteurs bancaires et financiers peut être constatée. Dans la mesure où ces derniers disposent généralement d'importantes participations financières dans les grands groupes industriels, les hauts fonctionnaires semblent donc parvenir à accéder à la gestion et au contrôle d'une partie très importante du monde des affaires de la France et à assurer – à travers leurs positions-clés au cœur de la sphère politique, administrative et économique – la liaison personnelle entre l'État français et le monde des grandes entreprises (BIRNBAUM, 1977, pp. 139-150 ; SULEIMAN, 1979 [1978]).

Les relations étroites entre l'appareil de l'État et le monde des affaires s'expliquent en grande partie par la formation élitiste des hauts fonctionnaires, communément assurée au sein des Grandes Écoles. Les plus importantes sont l'École Nationale d'Administration et l'École Polytechnique. Leurs anciens élèves acquièrent généralement un esprit de corps et des valeurs identiques qui sont censés constituer la base du soutien mutuel et continu qui les accompagnera tout au long de leur carrière professionnelle. Au regard de ce phénomène, SULEIMAN (1979 [1978], p. 179) déplore que « [...] les corps sont [...] essentiellement devenus des bureaux de placement pour leurs membres ». Représentant les réseaux sociaux auxquels il faut appartenir pour accéder aux postes de plus haute responsabilité dans les secteurs public et privé, les grands corps représentent – même s'ils se concurrencent – des sortes de catalyseurs d'une couche sociale restreinte, voire scellée, qui influencent incontestablement les grandes orientations de la politique économique (SULEIMAN, 1979 [1978] ; BOURDIEU, 1989).

Il convient d'ajouter qu'outre la formation supérieure poursuivie, l'appartenance à cet espace clos semble également dépendre de l'origine sociale. Conditionnée par l'obtention du même diplôme, la probabilité qu'a une personne d'occuper des mandats de direction et / ou de contrôle dans les plus grandes entreprises paraît fortement fonction de son origine sociale. De fait, en 1972, seulement 13 PDG des 100 premières firmes étaient originaires des classes populaires ou moyennes, alors que 81 faisaient partie de la classe dominante, composée de cadres, hauts fonctionnaires, industriels et banquiers (BOURDIEU, 1989, pp. 373-481).¹¹⁰

Précisons finalement que la domination des organes de direction et de contrôle des plus grandes entreprises par des personnes issues d'une classe sociale privilégiée n'est pas un phénomène spécifiquement français, mais se retrouve également, de façon plus ou moins prononcée, dans toutes les économies industrialisées.¹¹¹ Ainsi, un net recoupement entre le monde des multimandataires et la « *upper class* » a été également identifié aux États-Unis et en Grande-Bretagne (MILLS, 1969 [1956] ; WHITLEY, 1973 ; USEEM, 1982, 1984). D'après une analyse des réseaux britannique et américain, menée à la fin des années 70 par USEEM (1984, pp. 63-70), la quote-part des personnes ayant suivi une formation dans une école élitiste était nettement plus élevée dans le groupe des multimandataires que dans celui des personnes n'exerçant qu'un seul mandat dans une grande entreprise. Par ailleurs, les « cumulards » portaient plus souvent un titre de noblesse et disposaient d'un revenu annuel familial plus élevé. Enfin, ils faisaient plus fréquemment partie de clubs privés prestigieux qui servaient de lieux de rencontre pour échanger et pour entretenir les réseaux sociaux informels.

¹¹⁰ Pour l'évolution du rôle des Grandes Écoles en France, cf. notamment BAUER / BERTIN-MOUROT (1997).

¹¹¹ Pour un aperçu des études britanniques portant sur le rôle des écoles élitistes, cf. MacDONALD (1977). Pour les États-Unis, cf. notamment USEEM / MILLER (1975) et LEVINE (1980).

1.3 Les vagues de privatisations depuis les années 80

Le début des années 80 a été marqué par un processus de nationalisations – plus particulièrement dans le secteur financier – entamé par le gouvernement socialiste. Ainsi, en 1982, toutes les banques ayant des dépôts supérieurs à un milliard de francs furent nationalisées. Il en fut de même pour la Compagnie Financière de Paris et des Pays Bas et la Compagnie Financière de Suez. Suite à ces mesures, les banques en propriété étatique rassemblaient 90 % des dépôts et 85 % des crédits, faisant que le secteur bancaire se voyait presque entièrement soumis au contrôle public (GREEN, 1986, pp. 96-97 ; BANCEL, 1996, p. 38).

Néanmoins, la politique expansionniste du gouvernement de gauche provoquait rapidement d'importants déficits budgétaires et, dans leur prolongement, des vagues de spéculation contre le franc. De surcroît, les grands groupes industriels restaient, en termes de profitabilité, de plus en plus derrière leurs concurrents étrangers. Face à ces problèmes, la politique changea radicalement en 1983, l'objectif étant désormais de réduire les déficits budgétaires, de stabiliser la monnaie et de rétablir la compétitivité de l'industrie. Ainsi, les Pouvoirs Publics entamèrent de nombreuses dérégulations au niveau du secteur financier, visant, entre autres, à faciliter l'accès des entreprises au financement de marché. Ces réformes suscitèrent une notable envolée de la Bourse, qui ne cessa que partiellement pendant le krach de 1987. C'est ce changement de cap de la politique, renforcé encore dans les années à venir, qui apparaît rétrospectivement comme le début de la disparition de l'ancien capitalisme à la française (BOYER, 1996, pp. 111-120 ; HAUTCŒUR, 1996, pp. 147-149 ; HANCKÉ, 2001, pp. 314-316).

L'arrivée au Pouvoir de la Droite, en 1986, conduisit à un renforcement des mesures de dérégulation, ainsi qu'à la reprivatisation de nombreuses institutions financières, auparavant nationalisées, telles que la Société Générale, le CCF, la Banque Nationale de Paris, la Compagnie Financière de Paris et des Pays-Bas, ainsi que la Compagnie Financière de Suez. N'étant plus contraintes de servir les intérêts définis au niveau de la politique, les banques regagnaient alors davantage d'autonomie concernant leur orientation stratégique (BANCEL, 1996, p. 38).

Parallèlement, l'État commença, à partir de 1986, à se séparer de ses grandes entreprises industrielles, Saint Gobain étant la première. Dans la mesure où les sociétés dénationalisées représentaient généralement des *holdings* financiers, les enjeux de ces opérations étaient particulièrement intéressants. En effet, les vastes portefeuilles des *holdings* permettaient d'accéder au contrôle d'autres sociétés et d'y influencer sur la nomination des équipes de direction ou encore sur les orientations stratégiques des groupes (MORIN, 1989, p. 44).

Néanmoins, les privatisations ne débouchaient pas, comme on aurait pu l'escompter, sur une augmentation des activités de prises de contrôle, mais – *via* l'établissement de davantage de participations – sur une concentration renforcée de l'industrie française à la fin des années 80. Ainsi, outre les pôles organisés autour de Suez et de Paribas, MORIN (1989) identifie un troisième pôle formé par la Société Générale et la Compagnie Générale des Eaux (CGE). La caractéristique commune de ces pôles est une structuration de leur capital en boucles financières. Ce système consiste à faire racheter, par une ou plusieurs filiales, une fraction notable de capital de la société mère, et permet ainsi de garantir l'autocontrôle des entreprises *leaders*. Selon l'auteur, ceci aurait débouché sur « [...] une configuration bien particulière du pouvoir financier en France : organisation tripolaire autour de sociétés-pivots et technocratisation du pouvoir interne par autoprotection de leurs dirigeants » (*Ibid.*, p. 50). Outre les conséquences pour le contrôle de propriété, ces formes de participations influencent également la composition des organes dirigeants des sociétés-pivots. Selon l'étude précitée de MORIN (1989, p. 50), huit administrateurs sur 15 à Paribas représentent la propriété contrôlée, celle-ci étant définie comme le total du contrôle acquis à travers les participations réciproques et d'autocontrôle. Il en est de même pour Suez où sept administrateurs sur douze assurent l'autocontrôle du groupe.

Malgré les nombreuses privatisations, l'engagement de l'État français dans l'économie reste aussi notable. Ainsi, ce dernier cherche principalement à regrouper, vers la fin des années 80, le secteur public. À ce titre, l'État poursuit deux stratégies. D'une part, de nouvelles participations entre les sociétés publiques sont formées. Ainsi, les entreprises BNP et UAP créent une alliance réciproque ; la société GAN prend une participation dans le groupe Crédit Industriel et Commercial (CIC) ; la Caisse des Dépôts et Thomson s'engagent dans le Crédit Lyonnais. Ce dernier est, par ailleurs, à l'origine de la mise en place d'une participation croisée avec le groupe Thomson Finance, société bancaire et filiale de Thomson, et contribue à créer Altus Finance, dont l'objectif est de soutenir l'établissement bancaire Crédit Lyonnais dans sa stratégie banque-industrie. D'autre part, à travers l'apport de titres d'entreprises publiques, l'État renforce la base de capitaux propres des banques, nécessaire pour respecter le ratio de solvabilité européen. Grâce à ce soutien financier, les banques françaises se voient, par ailleurs, en mesure de mettre en œuvre leurs stratégies de croissance externe. La conséquence : en 1993, le seul Crédit Lyonnais s'engage dans le capital de plus de 1.500 entreprises et consolide plus de 550 entreprises dans ses comptes (BANCEL, 1996, pp. 39-40).¹¹²

¹¹² Précisons à ce titre qu'en raison de fortes pertes en 1992 et 1993, la stratégie du Crédit Lyonnais – inspirée par la politique de participations industrielles des banques allemandes – a été abandonnée au profit d'une cession des participations non rentables en vue de mieux préparer sa privatisation (Cf. BANCEL, 1996, p. 39).

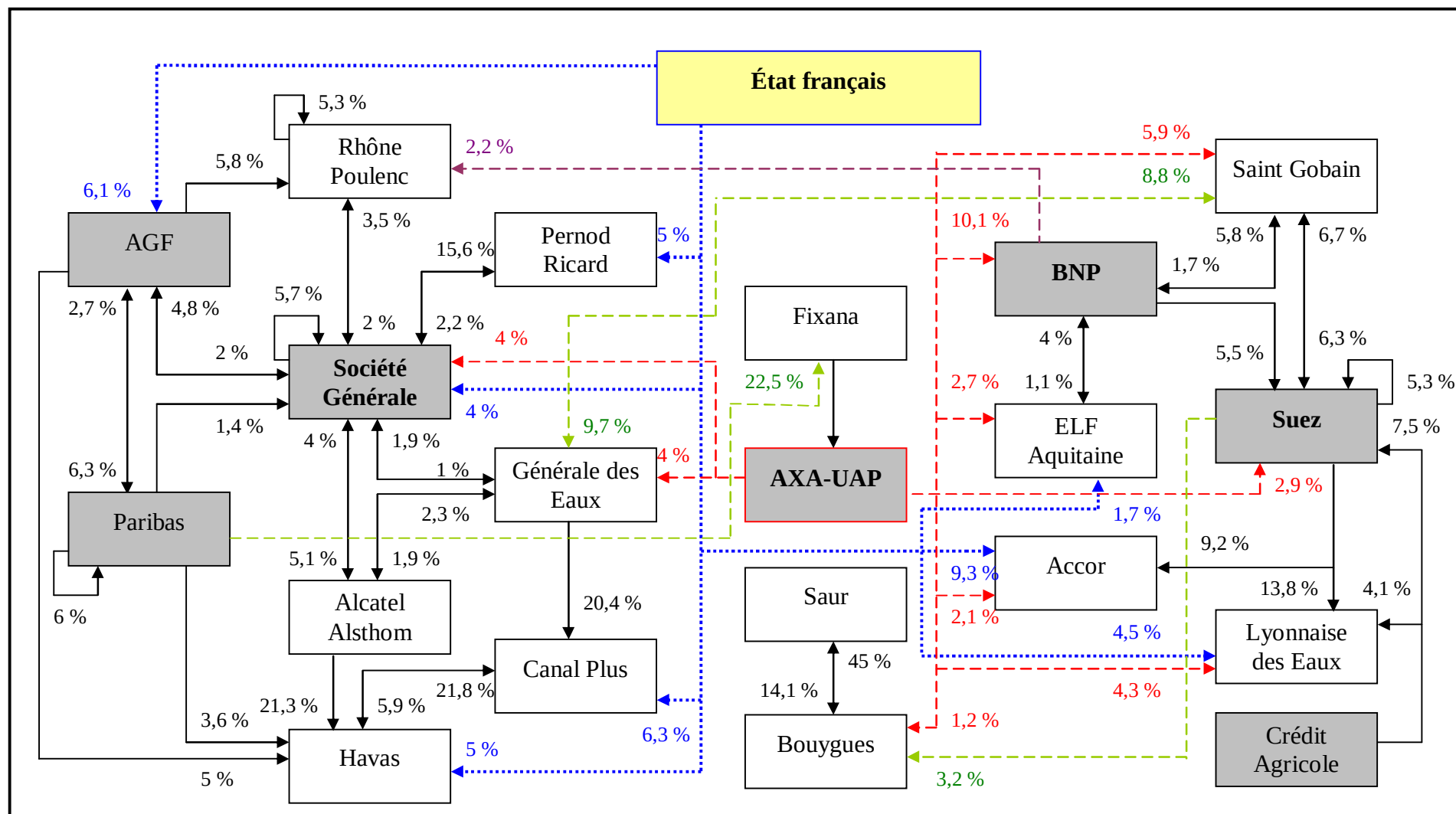
Notons que les privatisations avaient d'importants effets sur les structures de réseau. En effet, suite à l'ouverture et aux déréglementations du marché financier, les firmes hexagonales se voyaient confrontées à une hausse de prises de participations de la part des investisseurs étrangers. Pour s'opposer à cette tendance, elles cherchaient à établir des alliances interfirmes. Selon MORIN (1996), les interventions des Pouvoirs Publics s'y montraient favorables. Ainsi, lors des privatisations, une partie considérable du capital fut habituellement vendue à des alliés industriels ou financiers, ce qui créa un système de participations croisées et circulaires, mieux connu sous le nom de « noyau dur ».¹¹³ Ce modèle représente une coalition d'actionnaires qui accepte au préalable un pacte explicite en vue de garantir la détention de parts au capital pendant une certaine période. En conséquence, le système de gouvernance français semble « [...] très largement dominé par une logique d'économie de 'cœur financier' plutôt que par celle d'une économie de 'marché financier' » (*Ibid.*, p. 1254).

Du point de vue des entreprises, l'inclusion des sociétés privatisées dans de grands pôles de firmes présentait deux atouts majeurs. D'une part, cette action permettait de rassembler une multitude de caractéristiques et d'activités disparates au sein des réseaux interfirmes. D'autre part, les participations réciproques en découlant stabilisaient la structure actionnariale et facilitaient, de surcroît, le développement des interactions stratégiques. Malgré les avantages pour les entreprises participantes, ce système d'alliances multiples avait, cependant, pour inconvénient de neutraliser la propriété et d'aboutir par-là à la situation que MORIN (1996, p. 1263) qualifie de « [...] technostructure dirigeante [qui] s'assure d'un pouvoir sans véritable contrepoids ». À travers les nombreuses privatisations, les Pouvoirs Publics semblent ainsi avoir contribué « [...] à la reconstitution d'un capitalisme *managérial* dans le cadre de l'économie de cœur financier, où l'État français, en conservant des participations minoritaires, entendait encore jouer un rôle » (MORIN / RIGAMONTI, 2002, p. 159).

Suite à de nouvelles privatisations au début des années 90, les réseaux interfirmes atteignent un taux de couverture très remarquable, liant en principe tous les grands groupes de l'Hexagone, et ce à différents degrés. Ainsi, MORIN / RIGAMONTI (2002) distinguaient, à la fin de l'année 1996, trois grands pôles économiques que nous avons résumés dans la figure suivante (figure 11). Les firmes *leaders* des pôles respectifs y sont représentées par des boîtes grises. Les lignes noires continues montrent les relations financières à l'intérieur des pôles respectifs. Quant aux lignes bleues discontinues, elles représentent les participations de l'État français aux plus grands groupes. Les lignes en rouge indiquent les participations d'AXA-UAP, l'un des acteurs centraux dans les deux autres pôles. Enfin, les lignes en vert et en violet reflètent les relations de capital entre les différents pôles économiques.

¹¹³ Pour le rôle des « noyaux durs », cf. aussi HANCKÉ (1996, pp. 320-322) et WIRTZ (2000, pp. 27-28).

Figure 11 : Structure du cœur financier français en 1996



Source : adapté de MORIN / RIGAMONTI (2002, pp. 159-162)

Le premier pôle se caractérise par de nombreuses participations croisées au sein desquelles la Société Générale occupe une position fédératrice. Cette dernière assure son indépendance à travers un autocontrôle de près de 6 %, ainsi que d'un actionnariat diffus qui est constitué d'une dizaine de groupes. Ensemble, ces firmes détiennent près du quart du capital de la Société Générale, sans que leurs détentions individuelles ne dépassent les 4 %. Le pouvoir de contrôle consiste alors en une indépendance du *leader*, garantie par une dispersion importante, mais contrôlée, de l'actionnariat. Parallèlement, les « poids lourds » financiers AGF et Paribas, eux aussi mutuellement connectés, assurent la position centrale de la Société Générale. Font également partie de ce pôle de firmes les groupes industriels tels que Rhône Poulenc, Alcatel Alsthom, Havas, Canal Plus, la Générale des Eaux et Pernod Ricard. Outre ces firmes, l'ampleur du pôle permet d'y intégrer de nombreuses entreprises d'importance internationale telles que Total, Lafarge, Peugeot, Pinault-Printemps-Redoute ou Schneider.

Pour ce qui est du second pôle, de taille plus réduite, il se constitue autour de BNP, Suez et Saint Gobain. Les firmes ELF Aquitaine, Accor et la Lyonnaise des Eaux sont liées financièrement. Tout comme pour le premier pôle, on y constate de nombreuses alliances mutuelles en capital. Toutefois, leurs montants dépassent l'intensité des participations au sein du premier pôle. Enfin, avec l'arrivée du Crédit Agricole dans le pôle, et grâce aux engagements de ce dernier dans Suez et la Lyonnaise des Eaux, ce dernier gagne de l'ampleur.

L'acquisition de l'UAP par la société AXA en 1996 a fait émerger un troisième pôle. Celui-ci regroupe la société Fixana, dont Paribas est le premier actionnaire. De taille moins importante, ce pôle dispose néanmoins – à travers les participations croisées de son *leader* AXA-UAP, héritées du portefeuille de l'UAP – d'une influence remarquable sur les deux pôles déjà détaillés précédemment. Plus précisément, le troisième pôle semble jouer un rôle d'intermédiaire, cette position lui conférant un potentiel d'influence sur l'évolution de la structure globale du cœur financier. Reste à s'interroger finalement sur le rôle de l'État français. Les participations de ce dernier concernent de nombreux groupes, leurs dimensions restant pourtant faibles. Par ailleurs, à l'exception de la Société Générale, l'État ne possède pas de participations directes dans les firmes *leaders* des différents pôles présentés.

Au regard des structures des réseaux et de la position qu'y occupent les groupes financiers, BANCEL (1996, pp. 43-46) conclut que la relation banque-industrie « à la française » n'est pas comparable à celle d'autres économies industrialisées. Pour étayer son assertion, cet auteur avance trois arguments. D'une part, la distinction historique et les nombreux change-

ments entre banques d'affaires et banques de dépôts auraient empêché l'émergence d'une banque-industrie étroite telle qu'on la connaît en Allemagne. À cet égard, l'intervention active de l'État français en tant que gestionnaire des structures industrielles ne semble pas non plus avoir été propice. D'autre part, la libéralisation des marchés financiers aurait entraîné un renforcement de la concurrence intersectorielle et, en conséquence, une baisse du potentiel d'influence des banques. Enfin, l'exigence de rentabilité accrue du côté des actionnaires aurait conduit les banques à s'orienter davantage sur les champs d'activité susceptibles de satisfaire les attentes des investisseurs. À ce titre, une politique de participations industrielles semblait aller à l'encontre des objectifs de dégager des retours rapides sur les investissements effectués.

Comme nous l'avons précédemment évoqué, les nombreuses participations en capital témoignent de la forte interconnexion des groupes au sein du système français. Néanmoins, les alliances mutuelles en capital ne représentent pas le seul facteur explicatif de la stabilité relative du modèle dans le passé. S'y ajoutent d'autres éléments tels qu'un rôle, toujours important, des entreprises familiales, les relations interfirmes nouées à travers l'échange de leurs représentants dans les organes de contrôle, ainsi que le système à droits de vote multiples. Nous présenterons ci-après brièvement chacun de ces trois éléments.

Pour ce qui est des entreprises familiales, elles ont toujours occupé une place centrale dans l'économie française. Si cette importance relève initialement des problèmes de financement, rencontrés lors du démarrage de l'industrialisation, les sociétés en propriété individuelle gardent une position prépondérante tout au long du siècle. Ainsi, encore dans les années 90, l'influence des grands actionnaires familiaux est remarquable et porte même sur des entreprises de taille internationale. Le constat d'un contrôle familial important en France est corroboré par une étude empirique de FACCIO / LANG (2002), menée en 1998 sur 13 pays européens. Pour l'échantillon français, ces auteurs trouvent que 26,1 % des plus de 600 firmes hexagonales retenues se caractérisaient par une structure de propriété à prédominance familiale.¹¹⁴ Autrement dit, une entreprise sur quatre environ avait une famille ou une personne physique comme actionnaire ultime.¹¹⁵ Ces chiffres sont proches de ceux obtenus pour l'Allemagne (27,03 %) et confirment le rôle toujours important que jouent les entreprises en propriété familiale au sein des deux plus grandes économies de l'Europe continentale.

¹¹⁴ S'y ajoutent 38,7 % de sociétés supplémentaires ayant un groupe non coté comme actionnaire dominant que FACCIO / LANG (2002, p. 379) classifient également comme firme en propriété familiale.

¹¹⁵ Précisons que FACCIO / LANG (2002, p. 368) considèrent un actionnaire comme ultime lorsque celui-ci possède la majorité absolue des droits de vote ou un montant suffisamment élevé pour exercer un contrôle *de facto* sur la société considérée.

L'importance des firmes faisant l'objet d'une propriété individuelle sur le plan national étant non négligeable, WINDOLF (2002, pp. 89-90) parle même – outre le réseau du cœur financier – d'un réseau de *holdings*, constitué de sociétés en propriété individuelle ou familiale.¹¹⁶ Selon cet auteur, les actionnaires propriétaires et familiaux cherchent à protéger leurs entreprises contre les tendances de concentration, et utilisent à cette fin, souvent des structures de propriété pyramidales. Ces structures permettent de garder le contrôle de leurs entreprises sans être obligé de posséder la majorité du capital. Le résultat de ce procédé serait un écart, parfois important, entre les droits pécuniaires et les droits de contrôle. Les grandes entreprises telles que LVMH, Christian Dior, Guinness ou Lazard font partie de ce réseau de *holdings*.

Outre une concentration assez forte de la propriété individuelle, l'interpénétration des secteurs économique et politique par les hauts fonctionnaires semble continuer à occuper une place prépondérante dans les années 80. De fait, dans le sillage de la libéralisation des marchés et des privatisations, les réseaux d'élites semblent avoir déterminé la réorganisation du modèle de gouvernance français en faveur d'un système protégeant la classe dirigeante contre les influences extérieures (HANCKÉ, 2001, pp. 313-323). Dans ce contexte, KADUSHIN (1995) identifie, pour l'année 1990, un groupe de 123 personnes supposées représenter le système des élites français. Les facteurs-clés pour une participation à ce cercle paraissent être le prestige social, l'affiliation à des clubs privés et une carrière au Trésor Public.¹¹⁷ Les liens entre les personnes semblent principalement noués *via* la politique, le prestige, le lieu de domiciliation et une formation à l'ÉNA. En effet, bien que 71 % des élites occupaient des fonctions dans le secteur privé, leurs carrières débutaient habituellement, en raison de leur formation dans l'administration, dans le secteur public. Ce mouvement permet de lier étroitement les secteurs public et privé, et confirme l'existence du phénomène de « pantouflage ». L'auteur recense ensuite un cercle intérieur de 28 personnes centrales, et démontre que l'amitié – basée sur une formation dans la même Grande École, la même préférence politique ou la participation aux mêmes clubs – semble influencer favorablement le nombre de postes occupés. Ainsi, sur les 28 personnes, 22 étaient membres d'un conseil d'administration dans lequel siégeait aussi au moins l'une des autres. Au total, 44 conseils étaient connectés à travers les 22 personnes identifiées, chacune d'entre elles détenant en moyenne 5,7 mandats de contrôle. L'hypothèse d'un rôle dominant des écoles élitistes a été confirmée par PIGÉ (1996) qui trouve, lors d'une analyse longue couvrant la période 1966-1990, que 26 % des 1.031 PDG étudiés sortaient de l'École Polytechnique, 22 % d'autres écoles d'ingénieur prestigieuses et 5 % de l'ÉNA. Parmi les dirigeants formés dans les grands corps, la part des serviteurs de l'État dépasse même les deux-tiers.

¹¹⁶ BELIN-MUNIER (1995) propose une analyse détaillée du phénomène des *holdings*. Pour les caractéristiques et leur évolution en Allemagne (*Ibid.*, pp. 111-115).

¹¹⁷ Pour une analyse du rôle des « clubs chics », cf. aussi BOURDIEU (1989, pp. 440-449).

O’SULLIVAN (2001, p. 9) note que l’interpénétration des secteurs privé et public augmente encore dans les années 90. Ainsi, en 1993, 50 % des PDG des 120 plus grandes firmes sortaient soit de l’ENA, soit de l’École Polytechnique, comparé à un taux de seulement 36 % en 1985. De surcroît, 12 des 15 premiers groupes industriels étaient gérés par un dirigeant, ayant travaillé auparavant dans le secteur public. Parallèlement, 47 % des PDG des 200 plus grandes entreprises venaient de positions-clés dans l’administration, ce taux n’étant que de 41 % en 1985. Malgré les privatisations, l’État semble ainsi toujours impliqué dans l’attribution des postes de direction et stimule l’échange d’administrateurs (HARTMANN, 2007, p. 94-96). Cette situation se reflète aussi dans les relations interconseils qui restent denses au milieu des années 90. Ainsi, dans l’analyse des liens interconseils, WINDOLF (2002, p. 93) identifie, pour l’année 1995, un cœur de réseau, constitué de 15 groupes financiers et industriels (tableau 4).

Tableau 4 : Matrice des liens personnels directs et indirects du cœur de réseau en 1995

	Paribas	CGE	UAP	Rhône Poulenc	Saint Gobain	CEP Comm.	BNP	CCF	Elf Aquitaine	Renault	Galeries Lafayette	Lafarge Coppée	Alcatel Alsthom	Société Générale	PPR
Paribas		1	1	2	1	2		1	2	2	1	2	1		3
CGE	1		3	1	2	2	2	1	1		1	1	4	3	2
UAP	1	4		1	6	1	1	1	2	1	2	1	2	2	1
Rhône Poulenc	2	1	1		2	1		1	1	1	1	1	1	3	1
Saint Gobain	1	2	6	2		1	2	1	1	1	1	1	1	2	1
CEP Comm.	1	2	1	1	1			2	1	1	1	2	1	1	2
BNP	1	3	2	1	2	1		2	2	1	1	2	1		2
CCF	1	1	1	1	1	2	1		2	1	3	2		1	1
Elf Aquitaine	2	1	1	1	1	1	2	3		1	1	1	1		
Renault	2	1	1	1	1	1	1	1	1		1	1	1		
Galeries	1	1	2	1	1	1		3	1	1		1		1	
Lafarge Coppée	1	1	1	1	1	3	1	2	2	1	1			2	
Alcatel Alsthom		3	1	1	1	1	1		2	1				1	1
Société Générale	1	3	2	3	2	1		1			1	2	2		2
PPR		2	1	1	1	2	1						1	1	

Source : adapté de WINDOLF (2002, p. 93)

L’étude de la matrice révèle une importante densité du réseau, les grandes sociétés françaises étant presque toutes interconnectées. En son sein, certains groupes entretiennent même des relations, nouées par six administrateurs. Au vu de cette densité, les relations de capital (figure 11) paraissent ainsi renforcées par un échange intense de personnes réseau.¹¹⁸

¹¹⁸ Ce chevauchement de liens est confirmé par WINDOLF / NOLLERT (2001), qui font ressortir, à partir de l’analyse de 5 pays européens, une relation positive entre la hauteur de participation et la présence dans l’organe de contrôle. Pour la France, cette relation n’est pas linéaire. Le degré de recoupement est déjà relativement élevé pour de faibles participations, augmente jusqu’à un niveau de 75 % et baisse à des niveaux supérieurs.

Les résultats décrits ci-dessus confirment, d'ailleurs, ceux d'une analyse antérieure, menée par CHANDON (1989). Celle-ci porte sur un échantillon de 500 firmes, choisies parmi les 700 premières entreprises françaises fin 1988. L'auteur constatait que 36 % environ des participations financières directes s'accompagnaient de la présence parallèle d'administrateurs communs, ce qui traduisait une association significative entre liens interconseils et liens financiers. De même, il existait une corrélation positive entre l'intensité de la participation et le nombre d'administrateurs communs. Néanmoins, une relation inverse ne pouvait être confirmée, la présence de liens interconseils basés sur l'échange d'administrateurs entre firmes ne donnant aucune indication sur la probabilité de l'existence parallèle d'alliances en capital.

Enfin, il faut ajouter aux éléments précités le système à droits de vote divergents (droits de vote multiples, actions préférentielles...). Cet élément, en enfreignant la fameuse règle « un droit de vote par action », permet en effet de protéger les structures de propriété établies de l'influence extérieure. En effet, même au début du nouveau millénaire, un écart important entre les droits pécuniaires et les droits de vote pouvait être constaté. Ainsi, à partir d'un échantillon de 510 entreprises françaises de l'année 2000, BOUBAKER (2003) identifiait en moyenne un excès de 23,62 % des droits de vote par rapport aux droits au *cash-flow*.¹¹⁹

Ces résultats s'opposent à ceux d'une analyse antérieure de FACCIO / LANG (2002) portant sur 604 entreprises de l'Hexagone pour l'année 1996. De fait, ces auteurs ne constatent qu'une légère divergence de 7 % entre les droits pécuniaires et les droits de vote. L'explication de cette différence sensible réside vraisemblablement dans la non-prise en compte des actions à droits de vote multiples non cotées, pourtant assez répandues au sein de l'économie française (BOUBAKER, 2003, p. 15). Cependant, les deux recherches se rejoignent dans le fait de mettre en évidence une influence significativement négative de la divergence droits de vote / droits pécuniaires sur la valeur de l'entreprise, mesurée par le ratio Q de *Tobin*.

Comme nous avons pu le voir dans les travaux précités, les nombreuses relations inter-firmes ont fortement déterminé l'évolution du capitalisme « à la française ». Garantissant la stabilité des structures actionnariales au niveau micro, les différents réseaux – et plus particulièrement le « cœur financier » qui représente le pilier central du système de gouvernance – ont facilité la régulation économique au niveau macro et ont apporté de nombreux atouts aux firmes participantes. Ainsi, leur avantage ne consistait pas seulement en une protection des groupes contre les risques extérieurs (venant, par exemple, des tentatives d'OPA), mais également en

¹¹⁹ Dans son analyse, BOUBAKER (2003, p. 17) estime la divergence de ces droits à travers le calcul de la différence entre les droits de vote et le ratio droits pécuniaires / droits de vote.

une coordination commune des politiques d'entreprise. Cette dernière permettait de réguler les modes de financement et de coordonner les restructurations nécessaires à la croissance des firmes. Pour parvenir à la stabilité de l'actionnariat, les entreprises avaient recours à deux outils : les alliances en capital et l'autocontrôle. Les premières résultent de la crainte des dirigeants alliés d'être vulnérables aux risques extérieurs, venant des acquéreurs potentiels, les alliances en capital étant supposées pouvoir réduire, voire même exclure ce risque. Pour ce qui est de l'autocontrôle, la possibilité du placement de blocs d'actions auprès des groupes alliés permettait aux firmes réseau de disposer des droits de vote y étant rattachés, à concurrence de 10 %, dans leur propre assemblée générale, et de stabiliser ainsi la structure de propriété. Précisons, finalement, que la stabilité des réseaux interfirmes reposait aussi sur une perception habituellement commune du rôle des structures de propriété et l'existence d'une vision stratégique supérieure sinon identique, tout au moins similaire, qui était susceptible d'empêcher, le cas échéant, ses adhérents d'agir de façon opportuniste (MORIN / RIGAMONTI, 2002, pp. 157-158).¹²⁰

La forte interconnexion des plus grandes entreprises françaises se reflète également dans leurs modes de financement respectifs et détermine, en conséquence, l'organisation du système productif même. Dans la mesure où les entreprises semblent toujours privilégier un financement indirect intermédié, une dépendance des groupes industriels et commerciaux vis-à-vis du secteur bancaire peut être constatée. Cette position privilégiée des institutions financières se retrouve de même dans la structure des liens interconseils.

D'après l'étude comparative internationale de WINDOLF / NOLLERT (2001, p. 59), effectuée au milieu des années 90, il s'avère ainsi que 34,3 % des relations personnelles directes en France proviennent des institutions financières et s'orientent sur les groupes industriels, alors que seulement 14,8 % des liens partent en sens inverse. Avec des chiffres de 37,9 % et 13,4 % respectivement, la même tendance peut être observée en Allemagne. En revanche, les relations interconseils entre banques et industrie en Grande-Bretagne (9,1 % et 13,4 %) et aux États-Unis (15,1 % et 19,8 %) semblent être de nature équilibrée. De surcroît, dans ces deux pays, la capitalisation boursière représente 152 % et 122 % respectivement du produit intérieur brut (PIB). Le fait que ces chiffres n'atteignent que 38 % en France et 27 % en Allemagne témoigne d'une position relativement faible du marché financier dans les deux économies nationales, comparativement à l'importance apparente du financement indirect par crédit.¹²¹

¹²⁰ D'après MORIN / RIGAMONTI (2002, p. 158), cette possibilité existait jusqu'en 1991.

¹²¹ WINDOLF / NOLLERT (2001, p. 58, note de bas de page n° 11) se réfèrent au rapport mensuel de janvier 1997 de la DEUTSCHE BUNDESBANK (1997, janvier, p. 28). Notons, toutefois, à ce titre que le ratio choisi par les deux auteurs précités peut être trompeur et qu'il serait, à notre avis, préférable de rapporter le financement de marché sur le total des investissements réalisés dans une économie.

Précisons toutefois à ce sujet que ce n'est pas l'importance du financement indirect seule qui explique la diversité des chiffres précités. Ainsi, il existe d'autres facteurs tels qu'un rôle plus important du secteur public dans les économies française et allemande, comparé à celui qu'il joue aux États-Unis ou en Grande-Bretagne. Comme le démontrent RAJAN / ZINGALES (2003), les structures sont, par ailleurs, soumises à d'importantes fluctuations au cours du temps. Pour vérifier l'évolution du développement financier de 24 économies, ces auteurs ont mené une étude longitudinale, portant sur tout un siècle. Ont été construits quatre indicateurs visant à approximer le développement du système financier.¹²²

Tableau 5 : Développement financier des plus grandes économies lors du XX^e siècle

Indicateur	Année									
	pays	1913	1929	1938	1950	1960	1970	1980	1990	1999
> Dépôts / PIB										
Allemagne	0,53	0,27	0,25	0,15	0,23	0,29	0,30	0,32	0,35	
France	0,42	0,44	0,36	0,24	0,30	0,33	0,45	0,42	0,47	
Grande-Bretagne	0,10	2,88	1,34	0,67	0,32	0,22	0,14	0,33	0,39	
Etats-Unis	0,33	0,33	0,44	0,40	0,30	0,25	0,18	0,19	0,17	
> Cap. boursière / PIB										
Allemagne	0,44	0,35	0,18	0,15	0,35	0,16	0,09	0,20	0,67	
France	0,78	-	0,19	0,08	0,28	0,16	0,09	0,24	1,17	
Grande-Bretagne	1,09	1,38	1,14	0,77	1,06	1,63	0,38	0,81	2,25	
Etats-Unis	0,39	0,75	0,56	0,33	0,61	0,66	0,46	0,54	1,52	
> % Capital fixe financé par capitaux propres										
Allemagne	0,07	0,17	0,06	0,00	0,04	0,02	0,01	0,04	0,06	
France	0,14	0,26	0,03	0,02	0,04	0,04	0,06	0,02	0,09	
Grande-Bretagne	0,14	0,35	0,09	0,08	0,09	0,01	0,04	0,06	0,09	
Etats-Unis	0,04	0,38	0,01	0,04	0,02	0,07	0,04	0,04	0,12	
> Nombre de sociétés cotées / mio. d'habitants										
Allemagne	27,96	19,73	10,91	13,22	11,33	9,07	7,46	6,53	12,74	
France	13,29	-	24,64	26,20	18,34	15,98	13,99	15,05	-	
Grande-Bretagne	47,06	-	-	-	-	-	47,22	29,63	31,11	
Etats-Unis	4,75	9,72	9,16	8,94	9,33	11,48	23,11	26,41	28,88	

Source : adapté de RAJAN / ZINGALES (2003, pp. 14-17)

Le tableau précédent synthétise les résultats pour les deux pays de notre analyse, ainsi que pour le Royaume-Uni et les États-Unis (tableau 5). Selon le premier indicateur, qui cherche à approximer le développement du secteur bancaire, la France et l'Allemagne semblent toutes deux, à l'exception d'une période allant des années 30 aux années 60, plus avancées que les États-Unis ou la Grande-Bretagne. Les autres indicateurs visent à rendre compte de l'importance des marchés

¹²² RAJAN / ZINGALES (2003, pp. 10-17) analysent tant l'importance du secteur bancaire, évaluée par le ratio « total des dépôts / PIB », que celle du marché des actions, approximée par les rapports « capitalisation boursière / PIB », « total des fonds propres levés par les firmes domestiques / total de formation brute de capital fixe » et « nombre de sociétés cotées par millions d'habitants ». Cependant, plusieurs critiques peuvent être adressées aux différentes mesures retenues (*Ibid.*, pp. 10-12).

actions. D'après le second ratio, les économies anglo-saxonnes paraissent, pendant quasiment tout le siècle, largement dépasser les systèmes français et allemand au niveau du poids de leur marché des actions, relativement à leur capacité économique, mesurée par le produit intérieur brut (PIB). Parallèlement, les chiffres confirment l'important essor que connaissent les marchés actions en France et en Allemagne depuis les années 80. En revanche, le troisième indicateur – celui-ci nous semble être, parmi ces quatre variables, le ratio le plus significatif en termes économiques – qui recense le pourcentage des capitaux fixes financés par capitaux propres, fournit des résultats assez mitigés. Enfin, le dernier indicateur révèle que la France se trouvait, dans les années 80, au même niveau qu'en début du siècle concernant le nombre de sociétés cotées par millions d'habitants, tandis que l'Allemagne n'atteint même pas ses chiffres historiques.

Au regard de l'évolution des indicateurs précités, l'étude fait donc ressortir un résultat très intéressant : au début du XX^e siècle, la France et l'Allemagne semblent ainsi davantage développées en termes financiers que les États-Unis ou la Grande-Bretagne, mais perdent de l'importance jusqu'aux années 80, pour en regagner depuis le dernier quart du siècle passé.¹²³ Notons que ce résultat confirme, par ailleurs, l'image d'une importance moindre des marchés actions de part et d'autre du Rhin, pendant les décennies d'après-guerre, avancée notamment par de nombreuses études en gouvernance.

Pour conclure cette sous-section, soulignons encore une fois que les relations étroites entre l'industrie et les banques, ainsi que le rôle actif du secteur financier présentaient de nombreux avantages pour toutes les entreprises de réseau. D'une part, elles permettaient aux banques – en orientant les firmes sur le financement indirect de crédit – de poursuivre une politique d'endettement volontariste, ainsi que de maîtriser le risque associé à l'endettement. Par ailleurs, les banques occupaient – en raison de leur mise à disposition des capitaux – une fonction régulatrice au sein du système économique, puisqu'elles déterminaient non seulement les modes de financement des investissements intra-groupe, mais également, à travers la maîtrise de l'actionnariat, la croissance externe des groupes. D'autre part, les entreprises industrielles et commerciales profitaient parallèlement d'un meilleur accès au financement, ainsi que d'un coût du capital moindre, dus notamment à un transfert partiel des gains réalisés par les banques à leurs clients (MORIN / RIGAMONTI, 2002, p. 159).

Dans la sous-section suivante, nous allons expliciter comment les importants changements des conditions économiques internationales, survenus notamment au cours de la décennie précédente et principalement entraînés par une financiarisation croissante de la gouvernance des entreprises, semblent avoir provoqué des tendances déstabilisantes pour les réseaux interfirmes français, pouvant même provoquer *in fine* leur déclin.

¹²³ Ceci s'explique vraisemblablement par le fait que la France et l'Allemagne ont été beaucoup plus touchées par la Première et la Seconde Guerre mondiale que ne l'étaient le Royaume-Uni et les États-Unis.

1.4 L'influence de la financiarisation de la gouvernance et l'état actuel des réseaux

La seconde moitié des années 90 représente l'apogée de l'histoire et surtout du succès des réseaux interfirmes français. Depuis, le modèle de cœur financier semble avoir été remis en cause, notamment suite au changement substantiel des conditions économiques que l'on peut expliquer par deux principaux facteurs. D'une part, l'influence croissante d'une gouvernance financière à l'anglo-saxonne – entraînée par une plus forte position des investisseurs institutionnels et étrangers – semble avoir accru la pression extérieure sur les structures de réseau. D'autre part, les divergences entre certains acteurs centraux au sujet de la vision commune, accompagnées de la prise de conscience d'un infléchissement stratégique nécessaire pour faire face à la concurrence renforcée, semblent de même avoir fragilisé, de façon insidieuse, la structure traditionnelle du cœur financier français (MORIN / RIGAMONTI, 2002).

Depuis le milieu des années 90, les anciennes structures de réseau, qui avaient permis d'organiser une structure industrielle concurrentielle dans le passé, ne semblent ainsi plus adaptées aux groupes qui sont davantage acteurs au niveau global. Est-ce la fin du capitalisme français de cœur financier ? Pour répondre à cette question et en prenant la mesure des lourdes conséquences qu'aurait une telle confirmation sur l'avenir des structures interfirmes, il convient de s'interroger davantage sur les fondements des bouleversements mentionnés.¹²⁴

Pour expliquer les variations récentes des réseaux, on avance habituellement un certain nombre de raisons que MORIN / RIGAMONTI (2002, pp. 162-65) séparent en facteurs internes et externes. Au niveau des éléments externes, une influence croissante des investisseurs institutionnels et l'émergence de nombreuses normes de gouvernance semblent avoir conduit à une orientation des objectifs des directions d'entreprise en faveur des actionnaires.¹²⁵ S'y ajoute une plus forte concurrence entre les firmes pour s'approvisionner en capitaux sur les marchés financiers. Au niveau interne, on constate notamment un infléchissement stratégique des firmes réseau, réalisé à travers la réduction des participations financières, supposée nécessaire pour alimenter les stratégies de croissance externe. Le résultat final des changements est une remise en cause insidieuse de la politique de réseau par les groupes adhérents, notamment car cette dernière ne semblait plus en mesure de garantir leur pérennité à long terme.

¹²⁴ Précisons, cependant, que les tendances de dissolution des structures de liens ne se limitent pas au seul cas français, mais se retrouvent également dans d'autres économies européennes. Cf. par exemple BEYER (2003) et HÖPNER (2003) pour les restructurations des réseaux interfirmes allemands.

¹²⁵ Cf. également WIRTZ (2000) qui résume les grands traits de l'évolution historique du système de gouvernance français pour présenter ensuite, à partir de la théorie du changement institutionnel de NORTH (1990), les conditions ayant conduit les dirigeants des plus grandes entreprises à adapter leurs schémas mentaux, initialement dominés par une culture économique étatique, pour respecter davantage les intérêts des actionnaires.

Lorsqu'on s'interroge de façon plus détaillée sur les raisons précédemment énoncées, on s'aperçoit que la remise en cause des structures traditionnelles par les membres du réseau même – aussi bien les groupes financiers qu'industriels – semble être le facteur déclencheur des tendances déstabilisatrices, constatées depuis la seconde moitié des années 90. En effet, face à l'écroulement des marchés financiers et au dégonflement de la bulle spéculative immobilière, le secteur financier s'est vu confronté à de multiples difficultés. D'une part, les cours d'actions des sociétés membres du cœur financier ont connu de fortes baisses. Or, cela signifiait une sensible augmentation de la vulnérabilité des firmes réseau face aux tentatives d'achat, puisque les investisseurs institutionnels internationaux avaient gagné sensiblement de l'influence. D'autre part, la faiblesse des groupes financiers a été renforcée par une situation conjoncturelle défavorable, s'accroissant à la veille de l'ouverture du marché européen. Dès lors, afin de se prémunir contre le risque d'être les premières victimes des vagues de consolidation attendues en Europe, les banques françaises ont été obligées de céder leurs participations financières. Même si les cessions permettaient d'améliorer la situation financière de ces groupes, elles présentaient toutefois l'inconvénient d'être réalisées pour des montants très inférieurs à leur valeur boursière au sommet du *boom* des marchés actions.

Pour ce qui est du secteur industriel, l'élément déclencheur semble avoir été une réorientation des schémas stratégiques. Face au raffermissement de la compétition internationale, les entreprises avaient tendance à raisonner de plus en plus en termes de taille critique sur le plan mondial. Or, dans la poursuite de leurs stratégies devenues globales, les anciennes structures d'alliances ne semblaient plus pertinentes. En effet, les capitaux étant immobilisés dans de nombreuses alliances nationales réciproques, les entreprises réseau ne disposaient pas de capacités de financement suffisantes pour réaliser des opérations de croissance externe, devenues pourtant nécessaires pour assurer leur position sur les marchés mondiaux. Une cession de participations financières domestiques – devenues désormais inutiles en termes de stratégie – permettait alors de renforcer la base de capitaux propres, et donc de financer de nouvelles opérations externes (MORIN / RIGAMONTI, 2002, pp. 162-163).

La réorientation stratégique des entreprises était accompagnée par de vives critiques externes des structures de réseau, venant principalement des investisseurs institutionnels et étrangers. En effet, dans le sillage des multiples publications de codes de gouvernance, les investisseurs institutionnels se sont notamment opposés au pouvoir discrétionnaire des dirigeants des sociétés-pivots, perçu comme trop important et défavorable à une gestion orientée sur la valeur actionnariale. Par conséquent, les critiques s'adressaient notamment aux structures de participa-

tions opaques qui empêcheraient une évaluation pertinente des firmes réseau. Enfin, la montée en puissance des groupes ne participant que graduellement ou pas du tout aux structures inter-firmes, tels que les banques mutualistes, conduisait à un accroissement de la concurrence intra-sectorielle, ce qui a renforcé davantage, en raison notamment d'une baisse des marges bénéficiaires, la pression sur les entreprises interconnectées.

Confrontées à ces évolutions, les firmes ont été obligées de s'orienter davantage vers la poursuite d'objectifs alignés sur les intérêts des actionnaires, la finalité étant de réduire leur vulnérabilité dans une compétition globale jamais constatée auparavant. Dès lors, les anciennes structures de réseau ne paraissaient plus adaptées à cette nouvelle situation, notamment à cause de leurs capacités réduites à pouvoir financer l'expansion externe et à résister aux pressions des investisseurs institutionnels. En conséquence, suite à l'effondrement de piliers fondamentaux du cœur financier, une dissolution des structures de liens semble s'être produite, entraînant de profonds bouleversements pour l'ensemble du système interfirmes français (BAUDRU / KECHIDI, 1998 ; MORIN / RIGAMONTI, 2002, pp. 164-165).

C'est notamment au regard des circonstances précitées que l'on parle de la transformation du système économique français vers une économie de marchés financiers au sein de laquelle les anciennes structures financières à travers l'autocontrôle et les participations croisées auraient significativement perdu de l'importance (LOULMET / MORIN, 1999). Ainsi, l'ancien système semble remplacé par « [...] un capitalisme à régulation en quelque sorte 'bi-céphale' [...] », caractérisé, d'une part, par un pouvoir de pression accrue des propriétaires familiaux et des investisseurs institutionnels, d'autre part, par un rôle renforcé des marchés financiers en tant que régulateur, conduisant les firmes à orienter leur politique vers la maximisation de la valeur actionnariale (MORIN / RIGAMONTI, 2002, p. 156).¹²⁶ À ce titre, nous tenons à souligner que la discussion relative à une plus forte orientation sur les intérêts des actionnaires reste habituellement au niveau du discours théorique car, à notre connaissance, il n'existe aucune étude empirique indiquant que les anciennes entreprises réseau auraient connu une sensible croissance de leur création de valeur depuis ces récentes tendances.¹²⁷

¹²⁶ Pour une analyse plus détaillée de l'évolution du marché financier français, cf. notamment O'SULLIVAN (2001, pp. 13-45). Par ailleurs, cet auteur suppose que la rhétorique de la « *shareholder value* » soit, au moins en partie, utilisée par la classe *managériale* pour justifier une nouvelle structure d'allocation des revenus de l'entreprise, pour augmenter leur propre rémunération, notamment à travers les *stock-options*, et pour renforcer leurs opportunités de carrière (*Ibid.*, pp. 46-47).

¹²⁷ Ainsi, dans une analyse de 19 privatisations françaises, réalisées entre 1986 et 1996, ALEXANDRE / CHARREAUX (2004) ne trouvent aucun impact significativement positif sur la performance actionnariale, mesurée sur une période de 7 ans autour de l'opération au moyen du ratio « résultat opérationnel / (capitaux propres + dettes financières) ». Il en va de même pour la rentabilité des capitaux propres, cette dernière ayant même tendance à s'améliorer avant l'opération de privatisation.

S'il n'existe pas de preuve empirique concernant les effets présumés de la réorientation stratégique des entreprises réseau sous forme d'une meilleure création de richesse pour les actionnaires, l'analyse de l'évolution de la structure des relations interfirmes au cours du temps démontre tout de même l'importance des regroupements au sein des réseaux interfirmes français. En effet, rien qu'entre la période 1990-1997, une réduction massive des participations financières a pu être constatée, faisant baisser le pourcentage du capital d'une société réseau, détenu en moyenne par l'ensemble de ses membres, d'un niveau d'environ 30 % au début des années 90 à seulement 20,5 % en 1997 (LOULMET / MORIN, 1999, p. 3).

Le processus de dissolution s'amplifie dans les années à venir. Ainsi, le cœur financier français – composé encore en 1996 des 18 groupes les plus importants sur l'échiquier économique de l'Hexagone – allait sensiblement perdre de l'ampleur dans les années suivantes. Le début de cette évolution a été marqué en 1996 par l'intégration d'AXA-UAP et du Crédit Agricole au cœur financier. Au lieu de maintenir la stabilité des réseaux, les deux groupes se sont en effet préoccupés de la poursuite d'objectifs propres en vue d'améliorer leurs positions concurrentielles. Tandis que le Crédit Agricole s'attaquait à Suez et à la Lyonnaise des Eaux pour s'emparer de leurs services bancaires Indosuez et Sofinco, AXA-UAP – qui visait à devenir l'un des plus grands acteurs en gestion de patrimoine – ne conservait que trois participations privilégiées et menait une politique explicitement orientée vers la gestion d'actifs (*asset management*) selon des standards de rentabilité anglo-saxons. En 1997, lors d'une tentative hostile d'achat sur l'assureur AGF, AXA-UAP refusait alors d'intervenir, conduisant finalement à l'acquisition de cette dernière par le géant allemand de l'assurance *Allianz* (LOULMET / MORIN, 1999, p. 6; MORIN / RIGAMONTI, 2002, pp. 164-165).

Cependant, ces quelques événements ne marquèrent que le début de consolidations en série. Ainsi, en 1997 les groupes Suez et la Lyonnaise des Eaux s'alliaient. La même année, la Compagnie Générale des Eaux (CGE) s'unissait à Havas et, à travers la participation de ce dernier, avec Canal Plus. Rhône Poulenc fusionnait en 1999 avec le groupe chimique allemand *Hoechst*, formant Aventis. En 2000, Total, Petrofina et Elf-Aquitaine fusionnaient pour devenir l'un des premiers groupes pétroliers au monde. Aussi en 2000, Vivendi (l'ancienne CGE) et le conglomérat canadien *Seagram* formaient le groupe Vivendi Universal. Un an plus tard, Usinor fusionnait avec Arbed et Acelaria. Enfin, l'achat de BNP par Paribas, au détriment de la Société Générale, en 2001, a sans doute été l'un des éléments les plus perturbateurs de la structure du cœur financier, qui semblait incapable de poursuivre des objectifs communs. En 2002, seule-

ment cinq ans plus tard, cette vague de consolidations a rendu l'ancien modèle de pôles financiers méconnaissable : six groupes ont été rachetés ; trois autres ont disparu dans des « fusions entre égaux ». Seule la Société Générale a maintenu ses participations financières avec Accor et Pernod Ricard, tandis que ce dernier représente, avec Peugeot et les AGF, le reste de l'actionnariat de ladite banque parisienne. Pour ce qui est de l'État français, ses participations se limitent, depuis, aux entreprises appartenant à des secteurs présentant un intérêt stratégique national (EADS et Dassault), tandis que celles dans France Télécom et Renault ont été successivement réduites (MORIN / RIGAMONTI, 2002, pp. 163-165).

Suite aux nombreuses cessions de participations, devenues stratégiquement inutiles, la restructuration du système capitaliste français a fait émerger un nouveau genre d'acteur que nous avons déjà précédemment mentionné : les investisseurs institutionnels. En effet, à l'instar de leurs montées précédentes aux États-Unis d'où s'est propagé ce phénomène, un afflux notable d'investisseurs étrangers – plus particulièrement d'origine nord-américaine – s'est effectué en France dans les années 90, concomitamment au recul des alliances croisées. En acquérant d'importantes participations dans les sociétés de l'ancien système de pôles financiers, ces investisseurs sont devenus en relativement peu de temps un élément central de la structure actionnariale de l'économie française. Tandis que les investisseurs étrangers ne détenaient que 11 % du total de la capitalisation boursière en 1987, ils ont triplé leur influence en seulement dix ans et ont atteint un niveau de 35 % en 1997.¹²⁸ De plus, la quote-part du capital détenu par les investisseurs étrangers dépasse en règle générale celle de l'actionnariat bouclé, qui est, lui, contrôlé par les réseaux traditionnels (BAUDRU / KECHIDI, 1998).

À la fin de l'année 1997, de grands groupes français comme Elf (51 %), la Société Générale (45 %), AGF (42 %) ou Alcatel (40 %) sont dominés par des actionnaires étrangers, ce qui confirme un infléchissement structurel sensible du système de participations. En analysant plus précisément la nature de ces actionnaires, on perçoit le rôle prépondérant des fonds de placement. Ainsi, ces derniers détiennent 20 % du capital d'Alcatel Alsthom, et 15 % de celui de Total ou de BNP. Parfois, ces détentions de capital dépassent même celles de l'ensemble des groupes du réseau financier (LOULMET / MORIN, 1999, pp. 6-10).

¹²⁸ Cf. BAUDRU / KECHIDI (1998, p. 94). Ces chiffres continuent à augmenter dans les années à venir et atteignent des niveaux très importants, notamment concernant les plus grandes entreprises. Ainsi, une étude menée par la BANQUE DE FRANCE (2004, Bulletin n° 124, pp. 33-36), la détention du capital des entreprises nationales du CAC 40 par des investisseurs non-résidents passe de 34,9 % fin 1998 à 42,8 % en 2001, le taux relatif à l'ensemble des actions françaises cotées s'élevant à 39 % environ. Parmi le groupe des acteurs non résidents, les investisseurs originaires de la zone Euro occupent une position prépondérante. Ainsi, ce groupe d'investisseurs représente, à la fin de l'année 2002, 17,0 % du capital des entreprises cotées dans le CAC 40, suivis par les investisseurs issus des États-Unis (12,8 %) et du Royaume-Uni (6,8 %).

MORIN / RIGAMONTI (2002, p. 169) confirment la tendance précitée. À partir d'un échantillon de 50 entreprises appartenant ou ayant appartenu, pendant la période 1997-2001, au CAC 40, les auteurs montrent que le poids des seuls investisseurs institutionnels étrangers dans la structure actionnariale de l'Hexagone s'est nettement accru au cours du temps, passant de 9,34 % en 1997 à 15,59 % en 2001. Parallèlement, le poids des groupes financiers nationaux chutait fortement de 14,95 % en 1997 à un niveau de seulement 3,53 % en 2001. Enfin, l'influence de l'État s'accroissait légèrement de 2,91 % en 1997 à 3,95 % en 2001.¹²⁹

L'afflux des investisseurs étrangers dans le capital des groupes français que l'on a pu constater depuis le milieu des années 90, se renforce encore avec l'entrée dans le nouvel millénaire, et conduit à une situation où une grande partie des poids lourds économiques de l'Hexagone se retrouve sous contrôle d'actionnaires internationaux (tableau 6).

Tableau 6 : Évolution de la quote-part de capital des sociétés du CAC 40 détenue par les investisseurs non résidents entre 1997 et 2006

Nombre de sociétés retenues	Année d'observation									
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	33	33	33	33	33	33	33	36	36	36
Pourcentage du capital des sociétés retenues, détenu par :										
Total des investisseurs étrangers	33,4	-	36,0	40,7	42,8	42,4	43,9	44,5	44,9	46,2
Résidents de la zone Euro	-	-	-	-	15,5	17,0	17,6	-	20,0	20,0
Investisseurs américains	-	-	-	-	12,4	12,7	13,1	-	15,0	16,0
Investisseurs britanniques	-	-	-	-	9,3	6,3	6,5	-	4,0	4,0
Nombre de sociétés contrôlées par les non résidents à hauteur de :										
> 50 %	3	4	4	7	11	8	11	13	17	21
> 60 %	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7

Source : données extraites des rapports de la BANQUE DE FRANCE (2004, bulletin n° 124 ; 2005, bulletin n° 134 et 2007, bulletin n° 161)

D'après plusieurs études de la BANQUE DE FRANCE (2004, 2006, 2007), le pourcentage de capital des sociétés domestiques du CAC 40, détenu par des investisseurs internationaux, connaît une forte progression au fil du temps.¹³⁰ Partant d'un niveau de 33,4 % à la fin de l'année 1997, le taux atteint un niveau record de 46,2 % en 2006, ce qui correspond à un encours de 571,2 milliards d'euro. Autre fait intéressant : en 2006, les investisseurs étrangers dominent le capital de 21 entreprises (58,3 %), alors que cela n'était le cas que pour 13 groupes (36,1 %) en 2004, et seulement 3 sociétés (9,1 %) en 1997. Par ailleurs, dans le cas de 7 entreprises (19,4 %), le niveau de contrôle dépasse le seuil de 60 % du capital.

¹²⁹ Ceci semble dû à la constitution de groupes tels qu'EADS, basés sur les anciennes firmes nationalisées.

¹³⁰ Précisons ici qu'en raison de la mobilisation de plusieurs bulletins de la BANQUE DE FRANCE, la taille de l'échantillon passe de 33 firmes en 2003 à 36 entreprises en 2004. Cela est principalement dû aux variations de la composition de l'indice CAC 40 et à la présence d'entreprises n'ayant pas leur siège social en France.

Au regard des évolutions précitées, les discussions portant sur une éventuelle disparition des réseaux français se sont multipliées ces dernières années. Toutefois, il nous semble prématuré de parler d'un effondrement définitif des réseaux interfirmes. Ces derniers étant de même composés de liens personnels, seule une réduction significative de tous les éléments de réseau sur le long terme permettrait, à notre avis, de parler de leur disparition définitive. Que peut-on donc dire de l'état actuel des liens interconseils ? Y a-t-il des tendances à la dissolution, similaires à celles constatées pour les participations financières ? Afin d'obtenir des éléments de réponse, nous nous interrogerons, par la suite, aussi sur l'évolution des liens personnels.

Tout d'abord, on constate que les travaux qui ont trait à l'évolution des liens personnels durant les périodes de restructuration du système économique semblent peu nombreux. Les analyses récentes menées par CHABI / MAATI (2005) et MAATI (2006) sur le réseau des administrateurs des sociétés du CAC 40, lui attribuent les caractéristiques d'un « petit monde » au sens de WATTS / STROGATZ (1998). On entend par cela une structure de réseau qui – grâce aux caractéristiques de centralité de certaines personnalités en son sein – permet de connecter l'ensemble des participants avec peu d'intermédiaires. Curieusement, cette proximité ne repose pas nécessairement sur une coordination consciente, mais peut être réalisée *via* l'existence de liens aléatoires qui – en tant que raccourcis – permettent de rapprocher les membres du réseau. Si une telle structure est de nature arbitraire, elle peut, cependant, s'avérer stable dans le temps, ce que constatent notamment les auteurs pour le réseau personnel français. En effet, malgré les bouleversements du réseau d'alliances, le réseau d'administrateurs du CAC 40, au sens d'un « petit monde », reste assez stable entre 1996 et 2004.

Néanmoins, considérer le réseau d'administrateurs français comme un « petit monde » peut s'avérer lourd de conséquences puisque cela implique que la stabilité des structures interconseils ne relèverait pas d'efforts explicites de ses membres à les maintenir. Bien entendu, cela n'empêche pourtant pas ces derniers d'en profiter pour atteindre leurs objectifs respectifs. Seulement, l'argument d'une construction consciente du réseau ne semble plus tenir, l'émergence des structures de liens personnels étant supposées être de nature non planifiée.

Ajoutons que ce constat ne se limite d'ailleurs pas à la France, mais semble aussi se confirmer dans d'autres pays. Lors de l'analyse, fin 1999, des liens d'administrateurs établis parmi les sociétés américaines appartenant au *Fortune 1000*, NEWMAN *et al.* (2001) attribuent aux réseaux personnels américains de même un caractère non planifié et arguent en faveur d'une nature aléatoire du réseau. Observant le réseau d'élites américain durant la période 1982-2001, DAVIS *et al.* (2003) qualifient ce dernier aussi d'un « petit monde ». Selon ces auteurs, ce réseau s'avérerait, en dépit de quelques changements importants en son sein, assez stable dans le temps, la longueur en moyenne des liens personnels restant relativement constante.

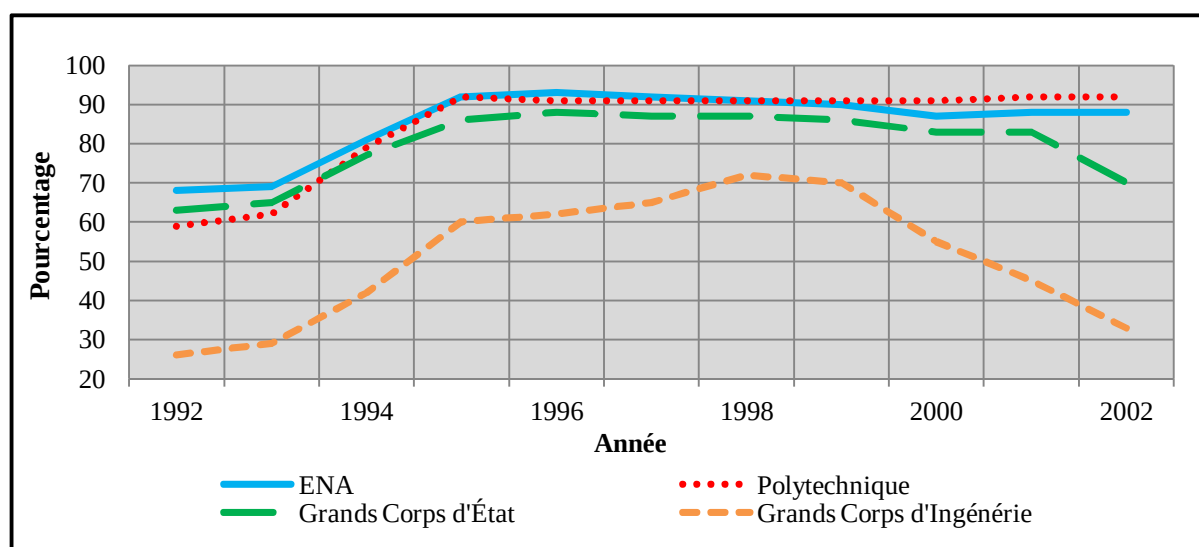
KOGUT / WALKER (2001) confirment l'existence d'un « petit monde » au niveau des participations de capital en Allemagne, attribuant au réseau allemand, outre le rôle d'un point de départ des firmes pour poursuivre leurs intérêts stratégiques, une remarquable capacité de restructuration et de renforcement des structures relationnelles. L'hypothèse d'une conception aléatoire du réseau des mandataires dans le sens d'un « petit monde » est également confirmée par une étude comparative récente de CONYON / MULDOON (2006). Dans leur analyse des liens interconseils américains, britanniques et allemands, les auteurs montrent que les structures des réseaux ne diffèrent pas significativement d'un modèle aléatoirement conçu. Néanmoins, – et à la différence des travaux précités – ils soulignent que ceci n'implique pas forcément l'absence d'une logique d'action systématique. Plutôt, cela peut indiquer que les mesures du « petit monde » se révèlent finalement moins appropriées à identifier les structures de réseau qu'espérées.¹³¹ À ce titre, les auteurs renvoient aux corrélations positives constatées entre les mandats d'un administrateur et les caractéristiques des sociétés accueillantes : les « cumulards » seraient ainsi davantage présents dans les firmes dont les dirigeants exercent de même beaucoup de mandats externes. Enfin, l'argument précédent se retrouve aussi chez ROBINS / ALEXANDER (2004) qui, en comparant des réseaux aux États-Unis et en Australie, montrent l'existence de « phénomènes sociaux » au niveau de la sélection et de la nomination des administrateurs qui s'écartent des caractéristiques classiques d'un réseau sous la forme d'un « petit monde ».

Outre les caractéristiques structurelles du réseau des liens personnels, la nature des personnalités assurant l'interconnexion ne semble pas non plus connaître d'importants changements. Ainsi, comme l'indiquent KRAMARZ / THESMAR (2006) dans une analyse de près de 6.000 mandataires sociaux des entreprises cotées sur la Bourse de Paris entre 1992 et 2003, la quote-part des postes de PDG, assumées par des diplômés de l'ÉNA ou de Polytechnique, reste stable au cours du temps et correspond à 19 % des firmes, représentant 70 % environ de la valeur comptable du total des actifs cotés. Par ailleurs, les dirigeants ayant débuté leur carrière dans les Grands Corps les plus prestigieux, se trouvent en tête de 8 % des firmes considérées, représentant plus de la moitié des actifs. L'importance des écoles élitistes et des grands corps a été confirmée récemment par ALLEMAND (2008) qui observe, lors de son analyse du marché *managérial* français, que 16 % des 1.007 profils étudiés de premiers dirigeants en fonction entre les années 1996 et 2005 ont obtenu leur diplôme par l'ÉNA ou par l'École Polytechnique. S'y ajoute que 10 % des *managers* sont issus d'un grand corps de l'État français.

¹³¹ Cf. CONYON / MULDOON (2006, pp. 1341-1342) : « *This is not to suggest that boards of directors really are assembled at random, only to say that when the social network of corporate governance is viewed in the large — and especially when it is viewed through the lens of small-world statistics — it reveals no more systematic structure, no stronger tendency toward 'smallness', than one should expect find by chance. Alternatively one could say that small-world measures, at least when applied to the entirety of a country's corporate world, are rather less informative — in the sense that they reveal less structure — than one might have hoped* ».

Autre constat de KRAMARZ / THESMAR (2006) : la quote-part des firmes présidées par des sortants de l'ENA et de Polytechnique connaît une nette augmentation depuis le début des années 90. Ainsi, le poids des Énarques passe de 20 % en 1990 à un niveau record de plus de 60 % en 2000 ; celui des Polytechniciens augmente de 30 % environ en 1990 à plus de 50 % en 1996, pour connaître de nouveau un déclin après 1999. La position privilégiée des mandataires « réseau » se reflète aussi par leur forte présence dans les organes de contrôle (figure 12). Ainsi, la quote-part des sociétés accueillant au moins un administrateur « réseau » connaît une forte hausse au début des années 90, pour se stabiliser après. Malgré les privatisations, une forte interconnexion entre l'État et les firmes privées semble ainsi toujours de rigueur.¹³²

Figure 12 : L'évolution de la présence de « mandataires réseau » au sein des organes de contrôle des entreprises françaises cotées entre 1992 et 2003



Source : adapté de KRAMARZ / THESMAR (2006, p. 40), l'ordonnée indique le pourcentage des firmes, pondéré par la taille de l'actif, disposant d'au moins un administrateur « réseau »

En résumé, nous constatons donc avec un certain étonnement, qu'à l'opposé des alliances en capital, les liens personnels ne semblent pas avoir connu de tendances à la dissolution. Néanmoins, le nombre limité d'études traitant leur évolution appelle à la prudence. Dans la mesure où notre travail de recherche consiste, entre autres, à l'analyse descriptive des structures de liens dans l'Hexagone, nous espérons alors pouvoir apporter de nouveaux éléments de réponse à la question, toujours incertaine, de savoir si les réseaux d'administrateurs changent de forme, ou s'ils poursuivent une évolution indépendante de celle du réseau financier.

¹³² Notons cependant que l'hypothèse implicite de ce constat peut prêter à discussion. En effet, le renvoi aux formations initiales des administrateurs admet l'existence continue d'un esprit commun de classe sociale se manifestant par la poursuite de comportements conformes aux intérêts publics une fois que ces personnes auraient accédé aux postes de responsabilités. Or, il peut y avoir un décalage important entre le moment de la formation et l'arrivée au poste de pouvoir. Par ailleurs, d'après le modèle du « petit monde », un réseau peut également se construire sans qu'il existe une véritable volonté organisatrice de concentration de pouvoir.

1.5 Vers une européanisation des réseaux ?

Depuis récemment, les discussions appréhendant le thème du partage de mandataires communs s'orientent vers la question d'une internationalisation des réseaux d'administrateurs. À ce titre, les analyses se préoccupent essentiellement des tendances à l'échange transfrontalier d'administrateurs en Europe. En France, plusieurs travaux abordent cet aspect.

L'objectif de l'étude de GUIEU / MESCHI (2008) consiste à analyser les réseaux d'administrateurs en Europe pour les années 2000 et 2003. À partir des 500 plus grandes firmes européennes ont été considérés respectivement 3.395 et 4.355 administrateurs, issus de 299 et 321 entreprises et exerçant au total 4.355 et 5.154 mandats. L'analyse révèle qu'une très grande partie des mandataires occupe uniquement un seul poste, alors que le groupe des « cumulards » représente respectivement 14,3 % et 11,3 % des administrateurs. Ont été identifiés sur la base de liens réciproques d'administrateurs occupant au moins trois postes, douze réseaux distincts pour l'année 2000 (20 pour l'année 2003). Il s'agit, ici, de réseaux nationaux, majoritairement constitués de mandataires français ou allemands, qui ne révèlent pas de tendance claire à une internationalisation plus prononcée. Dès lors, les auteurs concluent qu'il semble être prématuré de parler d'une « européanisation » des réseaux d'administrateurs, les liens interconseils se créant essentiellement au niveau national, mais à peine de manière transfrontalière. Aussi, les quelques liens européens existants caractériseraient plutôt une structure sporadique, mais ne permettraient pas d'admettre l'existence d'une organisation systématique de réseau.

Une analyse de MAATI (2008) étudie, pour l'année 2005, les caractéristiques des liens interconseils établis entre les sociétés de l'indice *FTSEurofirst* 100, l'objectif étant de comparer les résultats avec ceux obtenus par l'analyse du réseau d'administrateurs du CAC 40 (CHABI / MAATI, 2005). De nature asymétrique, le réseau européen est constitué de 161 « cumulards », soit 12 % de la population totale observée. Bien qu'un nombre minime des multimandataires occupe plus de trois fonctions – il ne s'agit, ici, que de trois administrateurs, soit un cinquième de pour cent (0,2 %) de tous les individus –, ces mandataires se disséminent de façon à ce que la quasi-totalité des entreprises soit interconnectée. En effet, parmi les 100 sociétés de l'échantillon, seules trois firmes peuvent être qualifiées d'isolées. Compte tenu de l'existence de plusieurs raccourcis entre les administrateurs multimandats ainsi que des distances relativement courtes en découlant entre les firmes respectivement liées, MAATI (*Ibid.*) conclut que le réseau étudié peut de même être qualifié de « petit monde ». Pour qu'un administrateur puisse entrer en contact avec un autre mandataire, il ne faut jamais passer par plus de quatre mandataires intermédiaires. Au sein de ce petit monde, ce sont notamment les « cumulards » allemands qui dis-

posent – grâce à leur nombreux mandats – du plus grand voisinage, et qui peuvent établir, en conséquence, le plus de contacts avec leur environnement économique. En revanche, l’auteur constate que le rôle des banques semble avoir perdu de l’importance au cours de ces dernières années, ce secteur n’étant pas (ou plus) un acteur central dans le réseau.

Outre les travaux précités, AGARDI / ALCOUFFE (2007) ont étudié les caractéristiques du réseau interfirmes de l’Hexagone sur la période 1992-2006. Ont été considérées 28 sociétés qui figurent sur l’ensemble de ladite période dans le CAC 40. Il s’avère que toutes les entreprises sont interconnectées durant l’intégralité de la période étudiée. À partir de cet échantillon, les auteurs sélectionnent pour les années 1998 et 2006 les 15 sociétés les plus centrales, l’objectif étant de comparer leurs caractéristiques sociométriques avec celles de 15 firmes allemandes, analysées par WINDOLF (2002) dans une étude plus ancienne. À ce titre, les auteurs constatent une baisse de la densité du réseau français durant la période observée. Or, cette baisse semble s’expliquer par l’effet de la loi NRE et non pas, comme le prônent certains auteurs pour la « *Deutschland AG* », par une réorientation stratégique des firmes suite à la mondialisation. La baisse constatée des distances moyennes entre les firmes françaises semble supporter cet avis. Les évolutions des réseaux personnels français et allemand paraissent donc clairement diverger.

Néanmoins, nous tenons à souligner, ici, que cette étude peut faire l’objet de plusieurs critiques. D’une part, elle ne tient compte que d’une partie des firmes du CAC 40. Or, cette limitation sur une période d’analyse relativement longue risque d’omettre d’éventuelles évolutions ou restructurations au sein du réseau. Pour tenir compte de ces aspects, il nous semblerait ainsi plus utile d’élargir l’analyse à un échantillon comprenant, par exemple, les 50 plus grandes entreprises en termes de chiffre d’affaires ou de capitalisation boursière. D’autre part, la comparaison des résultats avec ceux de WINDOLF (2002) peut prêter à discussion. De fait, les échantillons de départ sur la base desquels les entreprises les plus centrales ont été choisies étant de taille différente, un nombre identique de firmes retenues pour les deux pays risque de refléter des parties différentes relatives à leur importance des deux réseaux en question. Aussi, malgré l’annonce du titre de l’article, ce dernier ne fournit que de façon très partielle les informations permettant de conclure sur les différences et similitudes des réseaux français et allemands. Enfin, la question de l’échange transfrontalier de mandataires sociaux n’est pas abordée par l’article.

Pour résumer, la question d’une éventuelle « européanisation » des réseaux interconseils semble donc toujours rester ouverte, en raison notamment du manque d’un nombre suffisant de travaux s’interrogeant explicitement sur cet aspect. Il en va de même pour la comparaison des effets de l’échange d’administrateurs sur la performance de la firme. À peine abordée dans une perspective nationale, cette question semble entièrement négligée au niveau européen.

Section 2 : L'évolution des réseaux interfirmes en Allemagne

Pour présenter l'évolution des réseaux interfirmes en Allemagne, nous emprunterons la même démarche que dans la section précédente. Nous aborderons d'abord leur évolution depuis l'industrialisation jusqu'à la période nazi (sous-section 2.1), considérerons ensuite l'après-guerre (sous-section 2.2) et la « *Deutschland AG* » des années 80 (sous-section 2.3), et finirons par une analyse de l'état actuel des liens interentreprises allemands (sous-section 2.4).

2.1 Des cartels de firmes au totalitarisme nazi

L'histoire des réseaux allemands trouve son origine au XIX^e siècle. Déjà à cette époque, la coopération entre firmes – bien entendu, politiquement souhaitée – occupait une place fédératrice dans la gestion d'entreprise. Ainsi, au tournant du siècle, l'économie allemande se caractérisa par l'existence de nombreux cartels, se mettant d'accord non seulement sur les quantités de matières premières extraites et de biens produits, mais également sur les prix minima demandés (WEHLER, 1974, pp. 40-42 ; KOCKA, 1980, pp. 80-89).¹³³

Si l'opinion prépondérante dans les économies anglo-saxonnes à cette époque considérait les coopérations entre firmes comme des actes de conspiration pour augmenter les prix et limiter la concurrence, les entreprises germaniques se voyaient, au contraire, encouragées par les décisions juridiques, en 1897, du *Reichsgericht* – ancienne Cour de justice supérieure en Allemagne – qui s'exprima en faveur de la création de cartels de firmes (KOCKA, 1980, p. 88 ; BELIN-MUNIER, 1995, pp. 109-111 ; HÖPNER / KREMPEL, 2004, p. 342). L'attitude positive vis-à-vis de ces formes de coopération repose majoritairement sur le fait que ces dernières furent considérées comme un moyen, non pas de maximiser le bénéfice, mais de dégager des profits « raisonnables » pour tous les membres du cartel en vue d'assurer la stabilité du système économique.¹³⁴ De surcroît, ce fut l'État allemand même qui intervint, par des mesures de protection telles que les droits de douane, activement sur l'économie (WEHLER, 1974, pp. 41-42). En d'autres termes, le modèle de la « compétition régulée » constitua une forme organisationnelle largement acceptée par la grande majorité de la société allemande afin d'engager les acteurs économiques dans l'amélioration du bien-être social (FUKUYAMA, 1992, pp. 209-219 ; WINDOLF / BEYER, 1996, pp. 205-206 ; WINDOLF, 2002, pp. 4-6).

¹³³ Pour une analyse détaillée internationale de l'évolution économique entre la période de l'industrialisation et les années 30 du XX^e siècle, cf. notamment DOBB (1970 [1946], pp. 256-317). Pour une description de l'évolution en Allemagne, cf. aussi CHANDLER (1990, pp. 397-592).

¹³⁴ Ajoutons qu'en cas de non-respect des accords par une entreprise – qui dépassa, par exemple, la quantité de production autorisée – il fut même d'usage d'entamer des procédures juridiques, ayant pour objectif de forcer celle-ci à cesser son comportement « déviant ». Cf. à ce titre aussi WINDOLF (2002, p. 5).

Pour mieux comprendre les raisons de cette orientation en faveur d'une économie relationnelle, il convient de rappeler les discussions scientifiques de cette époque concernant la conception d'un système économique performant et équitable. Ainsi, on s'aperçoit que la compétition et le libre marché ont, depuis très longtemps déjà, été considérés outre-Rhin comme un obstacle au bon fonctionnement de l'économie (WINDOLF, 2002, pp. 11-12). Ce fut notamment l'école de pensée de Gustav von SCHMOLLER qui donna naissance, au début du XX^e siècle, au concept de « compétition régulée » ou de « capitalisme organisé », développé pour proposer un modèle concurrent de celui en vigueur aux États-Unis et en Grande-Bretagne (ABELSHAUSER, 2004, p. 26). Pilier central de la « jeune école historique », ce concept proposa un rôle actif de l'État avec pour objectif de résoudre la « question sociale », à savoir l'appauvrissement de nombreuses couches sociales comme suite à l'industrialisation croissante de l'économie (PRIDDAT, 2004). C'était donc grâce à la prise en compte des idées du mouvement socialiste ouvrier que ce modèle bénéficia d'un large soutien public.

Au regard d'une opinion publique allemande très favorable à la régulation économique, il convient, cependant, de préciser que les États-Unis ont, eux aussi, connu des périodes à interventionnisme important.¹³⁵ Ainsi, le Président américain Franklin D. Roosevelt instaurait, à partir de 1933, plusieurs réformes, appelées « *New Deal* », dont l'objectif était d'atténuer les problèmes sociaux, devenus plus apparents encore depuis la crise économique mondiale de 1929. À cet égard, des mesures telles que la promotion des travaux publics, la mise en place d'une sécurité sociale et d'un salaire minimum, la fixation de prix minima dans certains secteurs économiques, le soutien du marché immobilier par des emprunts garantis, ainsi que la surveillance du marché financier ont été prises (COUCH / SHUGHART II, 1998). Cette période d'intervention prit pourtant rapidement fin, et fut suivie d'une réduction des dépenses publiques, d'une libéralisation successive du commerce et de l'entrée active des États-Unis dans la Seconde Guerre mondiale, pour connaître un certain regain d'intérêt au cours des premières décennies de l'après-guerre (FRASER / GERSTLE, 1989).

Ajoutons, enfin, que la France – dont le système capitaliste commençait à se rapprocher, après les fortes interventions entre l'après-guerre et les années 80, du modèle libéral anglo-saxon – semble, par ailleurs, toujours connaître un courant économique favorisant un rôle actif de l'État. Ainsi, plusieurs interventions récentes des Pouvoirs Publics en faveur de la protection des grandes entreprises, considérées « d'intérêt national stratégique », peuvent être interprétées dans ce sens. En outre, les propos de certains mouvements altermondialistes – bien qu'ils relèvent d'autres raisonnements – vont dans la même direction.

¹³⁵ Par ailleurs, et contrairement à ce que l'on pense souvent, des études récentes comme celles de STIGLITZ (2003) montrent que l'État américain a toujours adopté des comportements protectionnistes en vue de protéger son économie d'influences extérieures.

Dans la littérature scientifique, le modèle allemand est généralement considéré comme un système hégémonique. Celui-ci se caractérise par des relations très étroites entre les firmes, prenant la forme de coopérations, de participations au capital ou d'échanges d'administrateurs et de dirigeants. Dans ce système complexe de liens interentreprises, les grandes banques et compagnies d'assurance occupent, depuis bien longtemps déjà, un rôle central (SCOTT, 1987 ; WINDOLF / NOLLERT, 2001 ; WINDOLF, 2002).

Les origines de leur position prépondérante au sein des réseaux remontent à la seconde moitié du XIX^e siècle – période qui marquait le début de la révolution industrielle en Europe continentale. Au fil du temps, le financement du progrès technique nécessitait de plus en plus de capitaux, dont l'apport par les investisseurs privés – contrairement aux industriels britanniques, qui avaient accumulé un stock de capital considérable durant l'envolée du commerce outre-mer – ne pouvait plus être assuré. Parallèlement, en raison d'une prédominance des paiements par effets de commerce, les banques traditionnelles se contentaient majoritairement d'octroyer des crédits de faible montant à court terme. L'insuffisance de capitaux rendait ainsi nécessaire un nouveau système de financement du secteur industriel, davantage orienté sur les besoins de la clientèle professionnelle. Pour satisfaire ce besoin, de nouvelles institutions financières telles que la *Deutsche Bank* ou la *Commerzbank* – poids lourds dans le paysage économique allemand de nos jours – furent fondées pendant cette période (KOCKA, 1980, pp. 89-92 ; DYSON, 1986, pp. 121-122 ; EGLAU, 1989, pp. 16-17 ; PFEIFFER, 1993, pp. 15-19 ; DEEG, 1999, pp. 33-36). Les raisons de l'essor très impressionnant de ces établissements financiers seront expliquées, par la suite, à l'aide de l'exemple de la *Deutsche Bank*.

La *Deutsche Bank* fut fondée en 1870 par Georg von SIEMENS, membre de la célèbre famille d'entrepreneurs. SIEMENS ne possédait aucune expérience bancaire, mais avait de bons contacts dans le milieu industriel. Consciente des problèmes de financement, la banque entamait ainsi, dès sa fondation, une politique nouvelle qui cherchait à établir un vaste réseau de succursales, mais surtout à améliorer le financement de l'industrie et à placer les titres financiers de sa clientèle professionnelle auprès d'un large public (EGLAU, 1989, pp. 15-16 ; PFEIFFER, 1993, pp. 15-17). Le cas de la *Deutsche Bank* paraît exemplaire des changements que connaît le secteur financier lors de cette période. Le fait qu'une institution financière s'occupe simultanément de la collecte des dépôts et du financement de ses clients conduisait à l'émergence d'une structure de banque universelle – jusque-là totalement inconnue en Europe – que l'on retrouve encore aujourd'hui en Allemagne (SCOTT, 1987, pp. 214-215).¹³⁶

¹³⁶ Ceci représente la différence fondamentale entre les systèmes bancaires allemand et anglo-saxon, ce dernier étant caractérisé par une dissociation entre banques de détail et banques d'affaires.

L'orientation des banques universelles vers une politique de financement à long terme de l'industrie allemande suscitait une dépendance croissante de cette dernière à l'égard du secteur bancaire, et conduisait, au fil du temps, à l'émergence de nouvelles structures de propriété que HILFERDING (1970 [1909]), dans ses travaux fondateurs, appelle le « capital financier ».¹³⁷ En effet, encore dans les périodes précédentes, le rôle des banques se limitait majoritairement à l'octroi de crédits à court terme. Dès lors, les institutions financières n'avaient pas intérêt à s'immiscer directement dans l'évolution de l'industrie. Or, avec l'approvisionnement croissant de l'industrie en capital à long terme, l'intérêt des banques dans le bien-être économique de leurs firmes clientes et dans la gestion de ces dernières pour ses propres intérêts se réveillait.¹³⁸ La banque voyait donc augmenter son influence sur ses firmes clientes à cause du financement par dettes à long terme. Par ailleurs, l'essor de la société anonyme (*Aktiengesellschaft*) en tant que nouvelle forme organisationnelle permettait à la banque d'agir à travers un second levier : la levée de fonds propres. Ainsi, la banque avait intérêt à être représentée dans le conseil de surveillance de la société concernée, afin de contrôler le mieux possible sa gestion (HILFERDING, 1970 [1909], pp. 171-182 ; SHONFIELD, 1967 [1965], pp. 254-263).

À noter que les banques allemandes avaient souvent recours à cet instrument. Ainsi, comme le relèvent les travaux pionniers de JEIDELS (1905) sur « *Das Verhältnis der deutschen Grossbanken zur Industrie [...]* », déjà en fin d'année 1903, la *Deutsche Bank* et la *Dresdner Bank* envoyèrent leurs directeurs généraux dans les organes de gouvernance de respectivement 101 et 53 entreprises. À ces chiffres s'ajoutaient encore les nombreuses relations établies à travers les membres de leur conseil de surveillance, qui s'élevaient tout de même au nombre de 120 pour la *Deutsche Bank*, et à 80 dans le cas de la *Dresdner Bank*.¹³⁹

¹³⁷ Cf. HILFERDING (1970 [1909], pp. 317-318) : « La dépendance de l'industrie à l'égard des banques est donc la conséquence des rapports de propriété. Une partie de plus en plus grande du capital de l'industrie n'appartient pas aux industriels qui l'emploient. Ils n'en obtiennent la disposition que par la banque, qui représente à leur égard le propriétaire. En outre, la banque doit fixer une part de plus en plus grande de ses capitaux dans l'industrie. Elle devient ainsi dans une mesure croissante capitaliste industriel. J'appelle le capital bancaire, – par conséquent capital sous forme d'argent, qui est de cette manière transformé en réalité en capital industriel – le capital financier. [...] Une partie de plus en plus grande du capital employé dans l'industrie est du capital financier, capital à la disposition des banques et employé par les industriels ».

Dans la partie II, chapitre 3, section 1, point 1.1, nous proposons une présentation détaillée de la théorie du capital financier. Pour une analyse critique des travaux de HILFERDING (1970 [1909]), cf. WELLHÖNER (1989).

¹³⁸ Cf. HILFERDING (1970 [1909], pp. 144-145) « Mais, avec cette sorte de crédit, la position des banques vis-à-vis de l'industrie change. [...] Car, ce qui l'intéresse alors, ce n'est plus l'état actuel de l'entreprise et les prévisions sur l'état futur du marché. L'intérêt qu'elle porte à une entreprise n'est plus momentané, mais durable, et plus est important le crédit qu'elle lui a accordé, plus surtout la partie du capital de prêt transformé en capital fixe l'emporte, plus cet intérêt est grand et durable. Mais en même temps s'accroît l'influence de la banque sur l'entreprise. [...] L'entreprise reste liée à la banque. Mais, dans cette situation, la banque est, en règle générale, des deux partenaires, le plus fort ».

¹³⁹ Cf. JEIDELS (1905, p. 161), cité par PFEIFFER (1993, pp. 29-32).

L'intérêt manifeste des institutions bancaires pour les participations s'expliquait principalement par la nécessité de réduire le risque, lié à l'octroi de crédits.¹⁴⁰ En effet, le cumul de mandats permettait de récolter des informations cruciales sur l'état des entreprises, allant au-delà de ce que l'on pouvait extraire des publications régulières. Quant aux participations financières, elles permettaient à la banque de surveiller directement ses clients en matière de crédit et, le cas échéant, – grâce à sa présence, voire sa présidence au conseil de surveillance – d'intervenir sur la politique d'entreprise. Permettant une réduction du risque encouru par la banque, les participations multiples s'avéraient ainsi favorables. Cet avantage pouvait même, sous forme de conditions plus attractives, être transmis aux clients, avec pour effet secondaire de construire des relations de longue durée. Le célèbre modèle de la « *Hausbank* » – banque maison fondée sur des relations de confiance qui s'occupe de toutes les affaires de la clientèle professionnelle – est né durant cette période (DEEG, 1999, p. 35 ; BEYER, 2003, p. 124).¹⁴¹

Pour résumer, l'opinion publique était favorable au système de compétition régulée au tournant du siècle et acceptait la naissance de multiples participations et coopérations sous forme de cartels et de *trusts*. Même au cours des années suivantes, la concentration croissante du système économique allemande ne débouchait pas sur un renforcement remarquable de la législation commerciale. Bien au contraire, les décisions juridiques, prises à l'égard des cartels de firmes durant la « République de Weimar » visaient plutôt à protéger les structures économiques en vigueur qu'à empêcher leur construction et leur développement.

Ainsi, la tendance à la création de liens interentreprises s'amplifiait dans les années 20. Une participation croisée de 25 % entre les groupes *Allianz* et *Münchener Rückversicherung* fut, par exemple, établie en 1921, s'accompagnant, par ailleurs, de l'échange de plusieurs membres entre les conseils de surveillance. De surcroît, d'importantes fusions industrielles telles que celle entre *Benz & Cie. Rheinische Automobil- und Motorenfabrik* et *Daimler Motoren Gesellschaft* – qui a donné naissance à *Daimler-Benz* (1924) – ou, encore, celle de *Bayer*, *BASF* et *Hoechst* – qui a abouti à *I.G. Farbenindustrie* (1925) – furent précisément organisées par les grandes banques. En conséquence, le caractère de coopération interfirmes se manifestait tant dans les accords communs entre firmes – qui visaient à réguler la compétition –, que dans la composition des conseils de surveillance, à travers lesquels l'influence du secteur financier devenait encore plus notable (HÖPNER / KREMPEL, 2004, pp. 343-344).

¹⁴⁰ Toutefois, ceci ne semble pas être la seule raison de l'existence de participations financières. Aussi, au début de l'industrialisation, lors de l'introduction en Bourse d'une firme, la banque souscrivait parfois les actions qu'elle n'arrivait pas à placer sur le marché. S'y ajoute la pratique commune, lors de cette période, de convertir les crédits non performants en participations au capital de la firme (HÖPNER / KREMPEL, 2004, p. 342).

¹⁴¹ Pour un commentaire critique des relations banque-industrie allemandes, cf. notamment FOHLIN (1998).

Dans les années 30, le secteur financier fut soumis à un changement considérable. D'une part, l'essor, depuis le tournant du siècle, des caisses d'épargne (*Sparkassen*) – concentrées notamment sur la collecte de dépôts régionale et le financement du *Mittelstand* – conduisit à un renforcement de la concurrence. Face à cette situation, les banques coopératives et privées cherchèrent à contrer les concurrents par des actions visant à limiter leurs champs d'activité qu'elles jugèrent trop influentes. Faute de réussite, les banques « traditionnelles » finirent, cependant, par mettre en place des accords avec les caisses d'épargne, permettant aux banques privées de se concentrer davantage sur les clients professionnels, d'augmenter leur taille et de renforcer leur influence sur l'industrie. D'autre part, suite aux problèmes économiques survenus depuis 1929, la crise de crédit en 1931 provoqua l'écroulement de nombreux établissements financiers, notamment des caisses d'épargne. Bien que cette crise ait été à nouveau instrumentalisée par les banques privées pour modifier le statut de leurs nouveaux concurrents, devenus « gênants », elles ne parvinrent pas à s'imposer, tandis que les caisses d'épargnes réussirent à s'installer durablement dans le paysage financier allemand (DEEG, 1999, pp. 37-43).

Durant la période Nazie, le principe du laissez-faire fut abandonné en faveur d'un contrôle rigoureux, s'appliquant en premier lieu au secteur financier. Cela se traduisit, dès l'année 1932, par un renforcement de la surveillance des banques du *Reich*, dû notamment à l'idéologie haineuse des Nazis à l'égard du secteur bancaire, considéré comme l'agent d'exécution des intérêts juifs. Néanmoins, le régime Nazi ne réussit pas à anéantir les relations étroites entre le secteur financier et les entreprises industrielles. De fait, son action se limita à une surveillance renforcée, ainsi qu'à l'instauration de mesures visant à minimiser les risques de crédit, à exproprier des patrimoines juifs et à contrôler les flux d'investissements afin de les affecter à la préparation de guerre (HÖPNER / KREMPEL, 2004, pp. 344-345).

La surveillance du secteur bancaire se renforça au cours de la deuxième moitié de la guerre. Ainsi, les compagnies d'assurances furent depuis tenues de respecter des règles d'investissement, mises en place par le gouvernement Nazi pour orienter la majorité des capitaux vers l'acquisition de titres publics. Cependant, la politique de concentration et de coopération ne fut pas véritablement abandonnée, mais s'orienta davantage vers les relations industrielles. Ceci permit de nouer d'importants liens entre le gouvernement national-socialiste et les industries-clés, et de réaliser ainsi d'importants projets militaires planifiés. Précisons finalement que le lien avec l'industrie a perduré au-delà de la Seconde Guerre mondiale dans la mesure où les postes de responsabilité ont été quasiment tous attribués à des personnes ayant déjà exercé des fonctions dirigeantes auparavant (EGLAU, 1989, p. 34 ; HARTMANN, 2007, pp. 49-50).¹⁴²

¹⁴² Cf. à ce titre aussi HARTMANN (2007, pp. 39-40) qui montre, à l'exemple de Maurice PAPON, que cela pouvait également être constaté au niveau des élites français qui – malgré la collaboration d'une majorité d'entre eux avec le système nazi – continuaient souvent à occuper, après la guerre, des fonctions de responsabilité.

2.2 De l'après-guerre aux années 70

Le développement économique de la partie Est de l'Allemagne (RDA) – dont certaines agglomérations comme celle de Halle-Leipzig ou celle de Dresde comptaient auparavant parmi les régions allemandes les plus dynamiques – a été massivement marqué par la domination du système totalitaire soviétique et la nationalisation de l'intégralité de l'industrie est-allemande suite à l'expropriation forcée par l'État. De fait, tous les liens interfirmes ont été dissous en raison d'une gestion étatique centralisée des biens économiques. Combinée à la suppression totale des libertés au cours des décennies suivantes, tant sur le plan économique que dans la vie privée, l'hégémonie du communisme soviétique conduisit – cette présentation résumée étant volontairement caricaturale – à l'écroulement complet de l'économie est-allemande, à la chute du Rideau de fer en 1989 et, finalement, à la réunification de l'Allemagne, le 3 octobre 1990.

Même si, vingt ans après ces événements, l'essor économique des nouveaux *Länder* est particulièrement fort, la gestion communiste durant quatre décennies a laissé des traces. Ainsi, aucune des sociétés cotées dans le premier indice boursier DAX 30 n'a de siège social dans l'ex-Allemagne de l'Est. Par conséquent, lorsque nous parlerons, dans cette thèse, des réseaux de la « *Deutschland AG* », nous évoquerons généralement le système de la partie Ouest du pays, les régions de l'ancienne RDA y occupant, tout au plus, une place très mineure.¹⁴³

À la différence de la RDA et en dépit des énormes dégâts causés par la guerre, la période d'après-guerre dans la partie Ouest de l'Allemagne (RFA) ne se caractérisa pas par d'importants bouleversements. En effet, le soutien américain au niveau de la reconstruction du pays conduisit, en combinaison avec la réactivation des relations d'affaires dans les secteurs financier et industriel, à un essor très rapide de l'économie ouest-allemande (SCOTT, 1987). Malgré l'intention des Alliés de réduire la concentration économique, leurs interventions se limitèrent à des modifications législatives mineures, ainsi qu'aux démembrements d'un nombre restreint de groupes industriels et bancaires (O'SULLIVAN, 1998, pp. 12-13).¹⁴⁴ Face à la Guerre froide, l'objectif d'un démantèlement de l'industrie a été rapidement abandonné au profit du rétablissement d'une forte économie, ce qui permit au secteur bancaire de retrouver jusqu'à la fin des

¹⁴³ Dans une analyse de 276 entreprises est-allemandes en 1996, WINDOLF (2002, pp. 153-168) ne détecte en effet que 11 participations financières. Par ailleurs, 60 % environ des entreprises se trouvent sous le contrôle d'un propriétaire ouest-allemand, le capital étant encore plus concentré que dans les anciens *Länder*. Cet aspect se reflète aussi dans la nature des liens personnels qui sont dominés par des administrateurs multimandats originaires de l'ancienne République fédérale. La direction des liens va donc clairement d'Ouest en Est.

¹⁴⁴ Ainsi, le gouvernement ouest-allemand passa en 1956 sa première loi « *Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen* », visant à interdire les cartels (WINDOLF, 2002, p. 6). Au niveau des groupes industriels, *I.G. Farbenindustrie* et *Vereinigte Stahlwerke* furent divisés. De plus, les grandes banques furent démembrées en unités régionales indépendantes (SHONFIELD, 1967 [1965], pp. 249-250 ; HÖPNER / KREMPEL, 2004, p. 346).

années 50 une concentration importante (DEEG, 1999, pp. 46-47). Dès lors, l'économie ne connaissait pas, comme cela avait été escompté, un développement libéral, mais plutôt un renouveau des réseaux dont une grande partie des relations interfirmes avait été conservée durant la période nazie (SHONFIELD, 1967 [1965], pp. 248-249 ; DYSON, 1986, p. 123). Cette tendance était, par ailleurs, renforcée par le fait que les anciennes élites, sauf rare exception, conservaient ou récupéraient leurs postes dans les grandes entreprises (EGLAU, 1989, p. 34). Pour ce qui est de l'État ouest-allemand, son influence restait également importante, particulièrement dans le secteur financier, tandis que le peu de cessions effectuées permettait de construire davantage d'alliances mutuelles entre les firmes (HÖPNER / KREMPEL, 2004, pp. 344-346).

Le maintien des liens personnels et financiers, constaté dans l'après-guerre, ne permet donc pas de parler d'une érosion des structures interfirmes, mais plutôt d'une réorganisation interne de l'économie. De fait, les cartels furent remplacés par les réseaux de firmes, représentant une forme modernisée du modèle allemand de compétition régulée. L'argumentation de WINDOLF (2002, p. 6) « *The Corporate Networks replaced the cartels* » résume parfaitement le sens de l'évolution du système d'outre-Rhin depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale.

L'une des autres raisons du maintien des relations interentreprises fut le besoin croissant en capitaux pour financer le processus de reconstruction. En effet, les réseaux de coopération étaient tenus de concentrer leurs moyens de financement sur quelques secteurs industriels clés, permettant ainsi de rendre le processus de réindustrialisation plus efficace et plus rapide. Des incitations en matière d'investissements étaient soumises aux sociétés du secteur financier en vue d'améliorer la planification économique du pays. On visait ainsi à pousser les compagnies d'assurances à investir une majeure partie de l'épargne collectée dans le secteur minier, l'acier et l'électricité. Cette incitation se voyait renforcée par la réglementation fiscale selon laquelle les dividendes versés par les entreprises dans lesquelles elles détenaient plus de 25 % du capital, échappaient à l'imposition. En revanche, les profits issus des cessions de participations financières étaient fortement imposés (HÖPNER / KREMPEL, 2004, p. 346).

Comme cette politique encourageait davantage l'accumulation des participations industrielles par le secteur financier plutôt que leur cession, elle ouvrait le chemin à l'établissement d'un réseau dense de liens entre les secteurs productifs et financiers. S'y ajoute qu'il n'existait quasiment aucune réglementation en matière de transparence, visant à rendre publics le montant et le nombre de participations financières détenues. En conséquence, une bonne partie des participations industrielles actuelles du secteur financier trouve ses origines dans les investissements « orientés » des années 50. Par exemple, l'essor de l'assureur munichois *Allianz* comme premier

assureur allemand s'explique par les incitations à investir dans le secteur des matières premières. Contrairement à d'autres assureurs – qui se contentaient de satisfaire les demandes de financement en mobilisant les créances – *Allianz* accumulait directement des participations financières et plaçait ses dirigeants dans les conseils de surveillance des entreprises dont elle détenait des participations au capital. Dès lors, l'entreprise bavaroise bénéficia considérablement de l'essor industriel des décennies suivantes. En effet, la stratégie de l'entreprise reposait sur un vaste portefeuille de participations industrielles, permettant d'accumuler au cours du temps d'énormes réserves occultes (BEYER, 2003, pp. 133-134).

En 1965, la législation allemande limitait la taille maximale du conseil de surveillance, ce dernier n'étant pas expressément réglementé auparavant. Cependant, ces modifications ne suscitaient pas de grands changements au niveau des réseaux interfirmes. Au contraire, en réaction à cette limitation de taille, les institutions financières commencèrent à créer des conseils consultatifs parallèles, ce qui leur permit de sauvegarder les relations personnelles et de continuer ainsi à profiter des connaissances et des expériences des mandataires siégeant dans les comités respectifs (HÖPNER / KREMPEL, 2004, p. 347).¹⁴⁵

En résumé, la politique des firmes *leaders* de réseau durant les deux décennies d'après guerre se caractérisa par une orientation nationale qui avait pour objectif d'apporter à l'économie les financements nécessaires pour garantir une croissance durable. Cette orientation était basée sur la bonne volonté de chacune des firmes-réseau à intervenir, le cas échéant, pour éviter les défaillances d'entreprises.¹⁴⁶ La poursuite de cette orientation macroéconomique débouchait sur l'établissement de vastes participations de capital, connectant les secteurs financiers et industriels. Il faut mentionner également que ces participations étaient conservées pendant longtemps, l'imposition des plus-values de cession de participation empêchant les firmes de réduire leurs réserves occultes (HÖPNER / KREMPEL, 2004, pp. 346-347).

¹⁴⁵ Ces conseils parallèles, composés de personnalités réputées, existent encore aujourd'hui. Par exemple, en fin d'année 2005, *Allianz* se permettait d'entretenir simultanément un conseil consultatif permanent commun (*gemeinsamer Beirat*), composé de 16 personnes, un conseil consultatif international (*Internationaler Beraterkreis*), composé également de 16 personnes et, enfin, un comité exécutif international (*International Executive Committee*), constitué de 25 personnes. La *Commerzbank* possédait, quant à elle, un conseil consultatif central (*Zentraler Beirat*) composé de 24 personnes. *RWE* s'offrait un conseil consultatif économique avec 20 personnes (*Wirtschaftsbeirat*). Enfin, la *Bayerische Hypo- und Vereinsbank* disposait de deux conseils consultatifs supplémentaires, composés de dirigeants d'importantes entreprises et d'hommes politiques.

¹⁴⁶ En effet, en tant qu'acteurs centraux, les banques ne faisaient pas de leur intention d'intervenir dans la politique industrielle un secret et agissaient, si nécessaire, même contre les directions générales des sociétés concernées. Ainsi on comprend la déclaration de l'ancien porte-parole du directoire de la *Deutsche Bank*, Alfred HERRHAUSEN, en 1976 : « *Eigentum verpflichtet zum Tätigwerden – und Bankbeteiligungen sind Eigentum* » (cité par EGLAU, 1989, p. 83, « La propriété oblige d'intervenir – et les participations de banques peuvent être considérées comme de la propriété », notre traduction).

Le début des années 70 révéla les premiers symptômes d'un abandon insidieux de quelques firmes *leaders* de la pratique commune des réseaux, qui consistait à intervenir, en cas de crise d'une entreprise ou même d'un secteur entier, pour éviter son effondrement et stabiliser ainsi le système économique. L'érosion de l'orientation macroéconomique est supposée avoir été engendrée par deux principaux aspects : des divergences stratégiques croissantes entre les banques concernant les réactions nécessaires pour faire face à l'augmentation de la concurrence au sein du secteur financier, ainsi qu'un changement de la politique de participations industrielles (DEEG, 1999, p. 57 ; HÖPNER / KREMPEL, 2004, p. 350).

Pour souligner la pertinence de cette tendance, la littérature se réfère souvent au cas de la *Dresdner Bank* dont le comportement aurait, depuis la fin des années 60 déjà, clairement montré des signes d'un éloignement de l'esprit réseau. Ainsi, en 1967, face à la crise du géant d'acier *Krupp*, la banque ne participa pas à la mise en place d'un « cartel d'urgence », alors qu'elle entretenait de nombreuses relations avec cette firme. Quelques années plus tard, ladite banque francfortoise organisa la cession d'une participation de 15 % du groupe *Quandt* dans *Mercedes-Benz* à des investisseurs koweïtiens, et reçut beaucoup de critiques du côté de la politique et du monde des affaires.¹⁴⁷ Les orientations divergentes atteignirent leur apogée en 1981 lorsque la *Dresdner Bank*, lors de l'assemblée générale de la *Commerzbank* – qui connaissait, lors de cette période, une importante crise – refusa de recommander à ses clients de voter pour le *quitus* aux membres du conseil de surveillance.¹⁴⁸

Parallèlement, l'attitude du gouvernement fédéral vis-à-vis des réseaux n'était plus si claire lors de cette période. D'une part, il encourageait les firmes à acquérir davantage de participations afin de stabiliser l'économie et de la protéger contre les tentatives d'acquisitions venant de l'extérieur. D'autre part, il instaurait une commission chargée de débattre d'une réforme du système bancaire, jugée nécessaire pour augmenter la transparence. Au regard des projets politiques visant à plafonner les participations dans l'industrie, les banques songeaient ainsi à réduire leurs engagements. Leurs réflexions étaient en partie portées par l'espoir de pouvoir disposer des réserves occultes, liées aux plus-values latentes des participations. Dès lors, plusieurs banques réduisaient au fil du temps leurs participations et annonçaient qu'elles n'allaient plus en prendre de nouvelles (HÖPNER / KREMPEL, 2004, p. 350).

¹⁴⁷ Précisons toutefois que, contrairement à l'opinion répandue pendant cette période, l'afflux des pétrodollars ne conduisit pas à une déstabilisation de l'industrie allemande. Au contraire, les nouveaux investisseurs s'avèrent très stables dans le temps. Ainsi, encore en 2006, la *Kuwait Investment Authority* détenait une part de 7,1 % dans le capital de *DaimlerChrysler*, sans jamais s'être immiscée dans la gestion quotidienne de l'entreprise.

¹⁴⁸ Cf. HÖPNER / KREMPEL (2004, p. 350) qui citent diverses éditions de l'hebdomadaire politico-économique allemand *Der Spiegel*, illustrant le changement de la politique de réseau de la *Dresdner Bank*.

Malgré la cession de quelques participations, les réseaux interfirmes s'étendaient au début des années 80 toujours sur de grandes parties de l'économie, comme le montre une étude de la MONOPOLKOMMISSION (1980/1981, pp. 116-141). Chargée d'analyser régulièrement la concentration de l'économie et de proposer, le cas échéant, des modifications législatives, la commission trouve des relations denses entre les plus grandes entreprises, tant au niveau des relations de capital (tableau 7) qu'à celui des liens interconseils (tableau 8).¹⁴⁹

Tableau 7 : Les relations de capital des principaux groupes du secteur financier avec les plus grandes entreprises allemandes en 1980

Entreprise	Position ... / 100	Allianz	Commerz- bank	Deutsche Bank	Dresdner Bank
Daimler Benz	2			28,5 %	
Thyssen	5	4,8 %			
Gutehoffnungshütte	16	11,8 %	7,5 %		
Deutsche Bank	17				
Karstadt	20		> 25 %	> 25 %	
Dresdner Bank	27				
Kaufhof	28		> 25 %		> 25 %
Allianz Versicherung	33				
Messerschmitt-Bölkow-Blohm	37	3,9 %			
Metallgesellschaft	40	13,1 %		13,1 %	30,0 %
Hochtief	42	4,5 %	12,5 %		
Philipp Holzmann	43			> 25 %	
Commerzbank	44				
Continental Gummiwerke	54	2,5 %		10,0 %	
Degussa	58	2,5 %		10,0 %	
VEW	63	5,7 %		6,3 %	
Linde	64	ca. 12 %	ca. 10 %		
Horten	69		7,3 %	18,8 %	
Sachs	78		25,0 %		
Hapag-Lloyd	94	ca. 16 %		> 25 %	> 25 %

Source : données relevées de la MONOPOLKOMMISSION (1980/1981, pp. 116-129) ; il s'agit, ici, de participations financières directes et indirectes

D'après l'étude, en 1980, les trois banques francfortoises et *Allianz Versicherung* détiennent au total 29 participations dans le *Top 100* des sociétés allemandes, dépassant parfois même le seuil de 25 % au capital. Si les groupes financiers s'engagent donc massivement dans l'industrie, l'inverse ne peut, cependant, être constaté. Pour ce qui est des structures de propriété des 100 premières firmes, 23 ont un capital dispersé, 22 sont majoritairement contrôlées par des propriétaires étrangers, 18 appartiennent à des fondations ou des familles et huit se trouvent sous le contrôle public (*Ibid.*, p. 128). Autre aspect intéressant et même surprenant : le capital des trois

¹⁴⁹ Les entreprises sont classées selon leur création de valeur et représentent, à l'exception de *Gutehoffnungshütte* (*Aktienverein*) et *Messerschmitt-Bölkow-Blohm* (*GmbH*), des sociétés anonymes. Le tableau 7 indique les participations directes et indirectes des groupes financiers dans l'industrie. En raison des difficultés rencontrées lors de la collecte des données, ces chiffres tendraient cependant à sous-estimer les participations (*Ibid.*, p. 116).

banques est entièrement dispersé ; celui de l'assureur *Allianz Versicherung* tout de même encore à hauteur de 75 % (*Ibid.*, pp. 117-119). Malgré les nombreux liens de capital qu'entretient le secteur financier avec l'industrie, ce dernier ne semble ainsi pas (encore) interconnecté en 1980. Plutôt, le contrôle paraît être renforcé par des relations interconseils denses (tableau 8).

Tableau 8 : Les liens interconseils des plus grandes entreprises allemandes entretenant des relations de capital avec le secteur financier en 1980

Entreprise	Position ... / 100	Nombre des entreprises...		
		accueillant les dirigeants de la firme dans leur CS	envoyant des dirigeants dans le CS de la firme	interconnectées via les administrateurs de la firme
Daimler Benz	2	8	6	28
Thyssen	5	5	3	25
Gutehoffnungshütte	16	5	3	20
Deutsche Bank	17	39	2	22
Karstadt	20	1	7	19
Dresdner Bank	27	18	2	27
Kaufhof	28	-	6	19
Allianz Versicherung	33	12	6	38
Messerschmitt-Bölkow-Blohm	37	1	2	4
Metallgesellschaft	40	2	5	24
Hochtief	42	-	2	12
Philipp Holzmann	43	-	5	14
Commerzbank	44	14	6	17
Continental Gummiwerke	54	-	4	15
Degussa	58	-	2	12
VEW	63	-	3	11
Linde	64	2	5	15
Horten	69	-	3	6
Sachs	78	-	2	12
Hapag-Lloyd	94	2	5	28

Source : données relevées de la MONOPOLKOMMISSION (1980/1981, pp. 129-138) ;
CS = conseil de surveillance

À ce titre, le rôle de la seule *Deutsche Bank* est particulièrement remarquable. Celle-ci envoie ses dirigeants dans les conseils de surveillance de 39 des 100 entreprises, alors que son propre conseil ne comprend que deux dirigeants externes. Des tendances similaires sont constatées pour les autres banques et *Allianz Versicherung*.¹⁵⁰ Au total, on retrouve dans les organes de contrôle de 74 sociétés des dirigeants originaires des 100 premières firmes, 99 des 248 liens personnels identifiés (40 %) étant initiés par le seul secteur financier. En revanche, l'échange d'administrateurs ne révèle pas de grandes différences entre banques et industrie. Au total, l'étude compte 1.170 liens interconseils, correspondant à un coefficient de densité de 11,8 %, relatif au nombre maximum de liens. Au regard de la quantité des liens régis par le secteur financier, les nombreux constats relatifs à sa position privilégiée semblent donc confirmés.

¹⁵⁰ Pour l'importance du secteur financier dans cette période, cf. aussi ZIEGLER *et al.* (1985, pp. 105-109).

2.3 La « *Deutschland AG* » et son cœur depuis les années 80

Régulièrement utilisée, depuis les années 80, dans le cadre des discussions sur la nature du système de gouvernance allemand, l'expression « *Deutschland AG* » constitue, selon BEYER (2003, p. 118) « [...] une étiquette pour les relations personnelles et financières étroites entre les grandes entreprises allemandes, les dirigeants au centre du réseau étant supposés disposer de potentiels d'influence dépassant leurs propres firmes ».¹⁵¹ Depuis les années 90, cette notion est toutefois de plus en plus souvent marquée par une connotation négative, faisant allusion aux participations opaques entre les firmes, qui auraient conduit à une perte de contrôle éclatante des propriétaires privés en faveur des directions générales des grands groupes financiers et industriels. D'après les critiques, cette évolution aurait, au fil du temps, sensiblement éclaboussé l'image du marché financier allemand dans le monde (ADAMS, 1994, pp. 148-149).

Selon STREECK / HÖPNER (2003, p. 16), le terme « *Deutschland AG* » trouve ses origines dans une combinaison des analyses de SHONFIELD (1967 [1965]) avec le modèle du capitalisme organisé, qui relève principalement des travaux de HILFERDING (1970 [1909]). SHONFIELD (1967 [1965], pp. 247-272), dans son analyse du « capitalisme d'aujourd'hui », avait qualifié le système économique allemand d'« *entreprise privée organisée* », forme organisationnelle qui, basée sur les relations personnelles entre l'industrie et le secteur financier, limite la concurrence en son sein, tout en renforçant son unité vis-à-vis de l'extérieur.

En ce qui concerne le terme « *organisé* », il se réfère aux travaux de HILFERDING (1982 [1927], p. 218) et de NAPHTALI (1966, pp. 35-36) dans la première partie du XX^e siècle. Étant engagés dans le mouvement ouvrier et syndicaliste, les deux auteurs se prononcèrent en faveur d'un « capitalisme organisé », à savoir d'une économie caractérisée par des monopoles, des *trusts* et de multiples relations entre les banques et l'industrie. De fait, ces composantes, appelées par HILFERDING (1970 [1909]), dans une œuvre précédente, « capital financier », paraissent particulièrement sensibles aux influences des pouvoirs politiques et furent considérées, pendant cette période, comme des conditions institutionnelles utiles en vue d'établir une « démocratie économique ». En d'autres termes, grâce à la possibilité d'intervenir directement sur l'économie, le capitalisme organisé fut considéré, notamment par la Gauche, comme un modèle plus proche du socialisme (WINKLER, 1973, pp. 9-12). De fait, comme le modèle privilégiait une poursuite des objectifs macroéconomiques, ses adhérents l'estimèrent comme normativement plus avancé que le modèle du capitalisme concurrentiel du XIX^e siècle.

¹⁵¹ Notre traduction.

Jusqu'au début des années 80, l'économie allemande semblait parfaitement refléter les caractéristiques centrales du « capitalisme organisé », dans lequel les entreprises réseau remplaçaient leurs orientations individuelles par une vision macroéconomique. Au cours des décennies passées, les grandes sociétés avaient ainsi établi de vastes réseaux personnels et de capital qui – sauf modifications mineures – s'avéraient très stables dans le temps. En leur sein, les groupes financiers occupaient une place centrale. De fait, dans la mesure où les banques et compagnies d'assurance se trouvaient habituellement – en raison des multiples relations de crédit qu'elles entretenaient avec l'industrie – à l'origine des relations interfirmes, elles se servaient de cette position privilégiée pour intervenir directement sur la régulation de la concurrence. Par conséquent, les groupes financiers déterminaient sensiblement l'évolution des secteurs économiques et, *in fine*, celle de l'économie allemande tout entière. Cette conception macroéconomique des réseaux avait deux conséquences majeures. D'une part, les structures interfirmes, acceptées et soutenues par les Pouvoirs Publics, permettaient de faciliter, pour ces derniers, la réalisation des objectifs économico-politiques, notamment la stabilité du niveau de l'emploi. D'autre part, l'organisation en réseaux permettait aux entreprises de poursuivre une stratégie de croissance externe, sans être à tout moment obligées de respecter des critères de rentabilité. De fait, grâce à la coopération étroite entre les banques et l'État ouest-allemand, l'esprit commun des entreprises-réseau et l'existence de nombreux outils pour empêcher toute attaque venant de l'extérieur, les risques effectifs de faire l'objet d'une OPA convergeaient vers le niveau zéro (ALBERT, 1991, pp. 126-130 ; STREECK, 1996, pp. 48-59 ; HÖPNER, 2003a, pp. 304-307).

Depuis le milieu des années 80, les réseaux interfirmes connaissent, cependant, une multiplication de signes, déjà présents dans les années 70, qui laissent présager des changements structurels. D'une part, le renforcement continu de la compétition au sein du secteur financier semble avoir conduit à une multiplication des dissensions, provoquées notamment par l'intention des groupes d'assurances de proposer des services bancaires, et des banques d'entrer dans le domaine de l'assurance. D'autre part, dans le sillage de l'intensification de la pression concurrentielle, la politique de coordination commune des groupes financiers à travers leurs engagements dans l'industrie semblait permettre d'extraire moins de rentes financières, rendant ainsi les participations moins rentables. Pour faire face à cette situation, il n'y avait que trois possibilités : gérer plus activement les participations, céder celles qui ne convenaient plus aux attentes de rentabilité, ou une combinaison des deux. Au regard de ces circonstances, les entreprises réseau auraient commencé à réduire leurs liens personnels et, plus tard, les liens en capital (HÖPNER, 2003a, p. 308 ; HÖPNER / KREMPEL, 2004, pp. 351-352).

Malgré une multiplication des signes indiquant un changement des réseaux – que certains auteurs interprètent déjà comme le début de la fin « du capitalisme organisé rhénan » – il convient, cependant, de souligner que la « *Deutschland AG* » connaissait des dimensions toujours remarquables, tant au niveau des participations qu’au niveau des liens interconseils. Ainsi, selon une étude de PFEIFFER (1993, pp. 199-211) réalisée fin 1984 sur les 130 premières firmes allemandes, les trois seules banques francfortoises entretenaient des relations personnelles avec 124 entreprises. En d’autres termes, plus de 95 % des sociétés outre-Rhin étaient connectées avec au moins l’un des trois poids lourds du paysage bancaire allemand (tableau 9).

Tableau 9 : Les liens interconseils des plus grandes banques allemandes en 1984

	Exercice de positions clés dans les 130 plus grandes firmes allemandes		
	PCS / VPCS	PD / VPD	Total de firmes
Commerzbank	12	14	24
Deutsche Bank	44	40	62
Dresdner Bank	26	29	42
Total de firmes se caractérisant par une présence des grandes banques	70	72	97

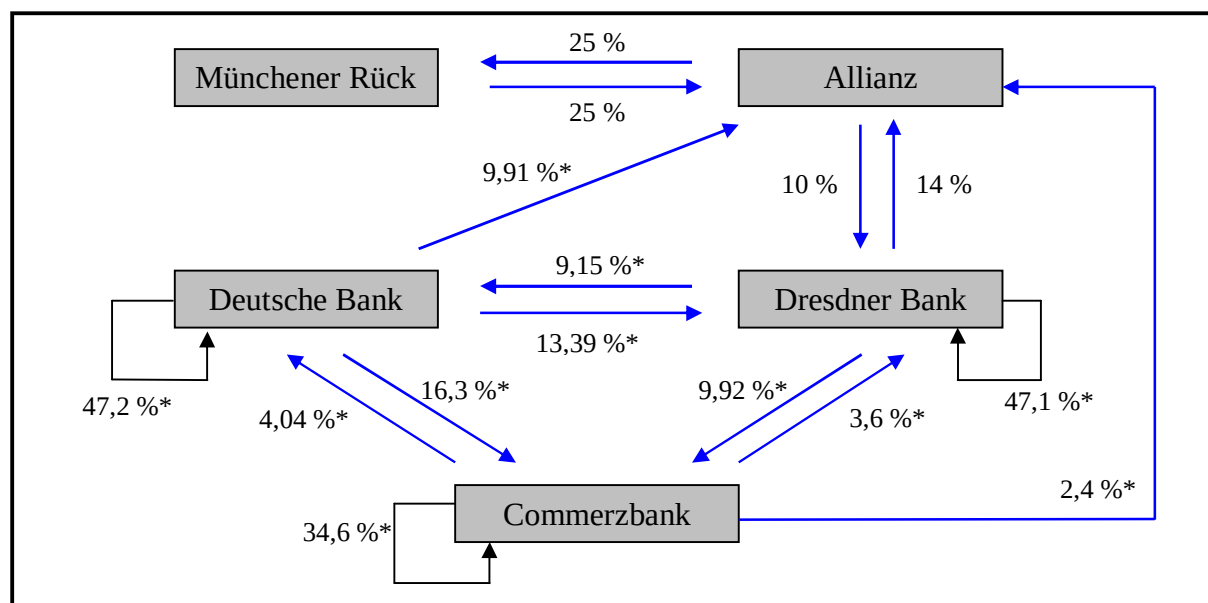
Source : adapté de PFEIFFER (1993, p. 202, tableau II) ; (V)PCS = (Vice-) président du conseil de surveillance, (V)PD = (Vice-) président du directoire

L’analyse plus détaillée les liens personnels révèle que dans les organes de gouvernance de 97 des 130 firmes (74,6 %), le président du directoire, le président du conseil de surveillance ou leurs vice-présidents respectifs sont des représentants venant de l’une des trois grandes banques. De nouveau, la *Deutsche Bank* joue un rôle prépondérant, ses seuls mandataires occupant 62 postes de responsabilité externes. Dans 72 sociétés, les banques se trouvent à la tête de la présidence du directoire (y compris la vice-présidence). Ici, la *Deutsche Bank* seule occupe 40 postes. Enfin, au niveau des relations à travers le conseil de surveillance, on trouve 70 liens personnels avec les banques, la seule *Deutsche Bank* exerçant 44 mandats.

Au regard des chiffres précités et du raffermissement de la concurrence intra- et intersectorielle, nous sommes même enclin à prétendre que les firmes *leaders* avaient tendance à renforcer leurs interconnexions au fil des années 80, l’objectif étant de mieux se prémunir contre les risques environnementaux accrus. Ainsi, l’esprit commun des réseaux aurait été mobilisé, ici, pour protéger leurs principaux acteurs. Nous appuyons notre affirmation sur le fait que la MONOPOLKOMMISSION (1980/1981) n’avait trouvé, pour l’année 1980, aucun lien

en capital entre les poids lourds du secteur financier, alors que l'étude de DUPUY / MORIN (1991, p. 91), réalisée seulement 5 ans après, montre l'existence d'un impressionnant « cœur financier » au sein duquel les groupes financiers sont étroitement liés par une structure de liens réciproques en capital multiples (figure 13).¹⁵² Ainsi, les assureurs munichois *Allianz* et *Münchener Rückversicherung* sont mutuellement connectés par un bloc de capital de 25 %, faisant de l'un le plus gros actionnaire de l'autre et *vice versa*. En outre, *Allianz* entretient une participation réciproque avec la *Dresdner Bank*, ce qui lui donne accès aux trois banques francfortoises. Ces dernières, en étant elles-mêmes mutuellement connectées, créent un système d'autocontrôle circulaire. Ajoutons, enfin, que tous les acteurs disposent également de nombreuses participations industrielles, permettant de renforcer davantage leur position de pouvoir.

Figure 13 : Structure du cœur financier allemand en 1985



Source : adapté de DUPUY / MORIN (1991, pp. 91-95) ; %* = droits de vote, sinon droits pécuniaires

La figure 13 montre, en outre, que le système des droits de vote s'avère très favorable aux institutions bancaires. En effet, même si la loi prévoit la possibilité de procurations de vote individualisées, une majorité des actionnaires suit généralement les recommandations des banques et autorise celles-ci à exercer les droits de vote à leur place. Par conséquent, la partie contrôlée peut largement dépasser la participation initiale de la banque et même conduire à une situation d'autocontrôle. Ainsi, en 1985, la *Deutsche Bank* possédait 47,2 %, la *Dresdner Bank* 47,1 %

¹⁵² En principe, cet écart important pourrait aussi relever du manque d'informations dans l'étude de la MONOPOLKOMMISSION (1980/1981, p. 116), ce qui tendrait à sous-estimer l'ampleur des participations en 1980. Par ailleurs, l'étude de DUPUY / MORIN (1991, pp. 91-95) se réfère aux données d'un manuscrit non publié de GOTTSCHALK (1987), ce qui rend la vérification des données impossible. Compte tenu des résultats d'une étude ultérieure de la MONOPOLKOMMISSION (1990/1991), ces chiffres semblent toutefois plausibles.

et la *Commerzbank* 34,6 % des votes dans leurs propres assemblées générales. Lorsqu'on y ajoute les droits de vote détenus par les autres banques, on s'aperçoit que, dans chacun de cas, presque deux-tiers des votes relèvent du secteur bancaire allemand. Cet exemple montre que toute action sans consentement des banques domestiques semble *a priori* impossible.

Notre affirmation d'un renforcement des relations interfirmes par les entreprises *leaders* semble également confirmée par une étude plus récente de la MONOPOLKOMMISSION (1990/1991). Réalisée de nouveau sur les 100 premières sociétés allemandes de l'année 1990, cette analyse montre que le nombre des participations, détenues par le secteur financier, a connu une nette augmentation au cours des années 80 (tableau 10).¹⁵³

Tableau 10 : Les relations de capital des principaux groupes du secteur financier avec les plus grandes entreprises allemandes en 1990

Entreprise	Position ... / 100	Allianz Holding	Commerz- bank	Deutsche Bank	Dresdner Bank
Daimler-Benz	1	1,6 %	1,6 %	28,3 %	1,6 %
Thyssen	8	ca. 5 %	ca. 5 %		
Deutsche Bank	14				
Bayerische Motorenwerke	15				5,0 %
MAN	18	11,8 %	6,4 %		
Dresdner Bank	20	ca. 20 %			
Preussag	22				3,8 %
Commerzbank	23				
Karstadt	25		> 25 %	> 25 %	
Allianz Holding	26			ca. 12,5 %	ca. 10 %
VIAG	28	ca. 0,8 %			
Deutsche Unilever	30		5,0 %	11,2 %	6,2 %
Zahnradfabrik Friedrichshafen	33			7,5 %	
Metallgesellschaft	37	ca. 5,9 %		ca. 7,3 %	ca. 13 %
Degussa	39	ca. 2,5 %		ca. 0,1 %	ca. 10 %
Continental	49	5,0 %		5,0 %	< 5 %
Bayer. Hypotheken- u. Wechselbank	52	24,7 %			
Linde	53	ca. 12 %	ca. 10 %	ca. 10 %	
Philipp Holzmann	54	0,5 %	5,5 %	30,0 %	
VEW	59	> 3,8 %		> 6,3 %	
Klöckner-Humboldt-Deutz	70			> 25 %	
Beiersdorf	81	34,2 %			
Victoria Holding	87	3,1 %		1,2 %	
Südzucker	98			ca. 20 %	

Source : données relevées de la MONOPOLKOMMISSION (1990/1991, pp. 204-226) ; il s'agit, ici, de participations financières directes et indirectes

¹⁵³ Selon la MONOPOLKOMMISSION (1990/1991, p. 204), les chiffres présentés tendraient toujours à sous-estimer le véritable nombre de participations, puisque la loi commerciale allemande ne demandait, à cette période, la publication d'une participation dans le rapport annuel qu'à partir du moment où celle-ci atteignait un niveau de 20 % du capital. De plus, les entreprises disposaient du choix de publier leurs participations, au lieu de le faire dans les comptes consolidés, dans le registre de commerce ce qui a compliqué de même le recensement des données. Précisons que ledit seuil de publication a été abaissé, en mai 1998, pour les grandes sociétés cotées à un niveau de 5 % des droits de vote (cf. §§ 285 n° 11 et 287 HGB).

Ainsi, les participations d'*Allianz Holding*, *Deutsche Bank*, *Dresdner Bank* et *Commerzbank* dans les plus grandes entreprises allemandes sont passées d'un nombre de 29 relations en 1980 à 45 liens en 1990 (+ 55 %). Bien que cette augmentation semble, en partie, due à l'établissement de liens de capital à l'intérieur du secteur financier, on enregistre également un renforcement des participations de ce secteur dans l'industrie, notamment dans les groupes *Daimler-Benz*, *Thyssen*, *Continental*, *Linde* et *Philipp Holzmann*. Quand on classe les sociétés selon la nature des propriétaires, on constate, de surcroît, que le poids des investisseurs étrangers a diminué au cours de dix ans. Ainsi, seules 17 % des firmes se trouvent majoritairement entre les mains d'actionnaires étrangers, à comparer à 22 % en 1980. Parallèlement, la quote-part des entreprises sous contrôle d'une fondation ou d'une famille augmente de 18 % à 23 %. Il en va de même pour les firmes dont le capital est majoritairement dispersé. Si ce groupe comprend 23 % des sociétés en 1980, il représente dix ans plus tard tout de même 30 %. En revanche, le pourcentage des entreprises se trouvant sous contrôle de l'État reste constant (8 %). Ajoutons, enfin, que deux firmes sont majoritairement contrôlées par les *Top 100* eux-mêmes.

Diverses études empiriques confirment les constats précités de la MONOPOLKOMMISSION (1990/1991) relatifs à une concentration toujours forte de la propriété en Allemagne. Ainsi, FRANKS / MAYER (2001) trouvent, pour un échantillon de 171 groupes industriels, qu'en 1990, plus de huit sociétés sur dix (85,4 %) se caractérisent par un actionnaire détenant au moins 25 % des actions et dans presque six firmes sur dix (57,3 %) même la moitié du capital. Quant à la nature des actionnaires, les entreprises industrielles et familiales représentent les plus grands groupes, loin devant les investisseurs institutionnels et les banques.¹⁵⁴ Des résultats similaires ont été obtenus par WINDOLF / BEYER (1996, pp. 211-214) qui trouvent qu'en 1992, les 500 plus grandes entreprises rassemblent 821 propriétaires, dont plus d'un tiers dépasse le seuil de 75 % du capital. Le rôle des propriétaires familiaux est de même considérable, cette catégorie d'actionnaires possédant 19 % environ des stocks de capital. En revanche, le secteur financier ne détient qu'un quart des participations financières, tandis que plus d'un tiers est possédé par l'industrie. Enfin, WENGER / KASERER (1998, pp. 53-61) montrent que, fin 1994, la capitalisation boursière des sociétés domestiques cotées s'élevait à 803 milliards de *Deutsche Mark*, les participations financières identifiées représentant à elles seules plus du quart (27 %) de la capitalisation totale brute du marché allemand. Par ailleurs, à elles seules les détentions de capital d'*Allianz* et de la *Deutsche Bank* en représentent respectivement 5 % et 3,4 %.

¹⁵⁴ Ce résultat, surprenant à première vue, semble dû au recensement exclusif des participations directes et des droits pécuniaires. Lorsque sont analysés les actionnaires ultimes, le poids des groupes familles et banques monte, respectivement, à 33 % et à 12 % (Cf. FRANKS / MAYER, 2001, p. 946).

Compte tenu de ces chiffres, la « *Deutschland AG* » semble donc toujours une réalité. Bien que l'on enregistre quelques réductions et même dissolutions de participations financières, la perte d'influence paraît compensée par une augmentation des liens en capital dans d'autres sociétés, notamment celles ayant gagné de l'importance. Dès lors, on peut, certes, parler de restructurations, mais (toujours) pas d'un important déclin des réseaux de capitaux. Par ailleurs, ce processus de restructuration semble conduire certaines entreprises à renforcer leurs engagements étrangers en vue d'être mieux positionnées dans un futur cœur européen.¹⁵⁵

Si l'on ne peut donc trouver de signes indiquant une réduction significative des liens financiers, l'analyse de l'évolution des réseaux d'administrateurs et de dirigeants révèle une image différente. Ainsi, les relations interconseils entre le *Top 100* des sociétés allemandes ont connu, au cours des années 80, un déclin relativement important (tableau 11).

Tableau 11 : Les liens interconseils des plus grandes entreprises allemandes entretenant des relations de capital avec le secteur financier en 1990

Entreprise	Position ... / 100	Nombre des entreprises...		
		acceillant les dirigeants de la firme dans leur CS	envoyant des dirigeants dans le CS de la firme	interconnectée via les administrateurs de la firme
Daimler-Benz	1	5 (-3)	5 (-1)	26 (-2)
Thyssen	8	7 (+2)	4 (+1)	24 (-1)
Deutsche Bank	14	35 (-4)	2 (±0)	18 (-4)
Bayerische Motorenwerke	15	1	1	9
MAN	18	3	4	24
Dresdner Bank	20	19 (+1)	1 (-1)	17 (-10)
Preussag	22	1	3	14
Commerzbank	23	16 (+2)	4 (-2)	12 (-5)
Karstadt	25	0 (-1)	6 (-1)	22 (+3)
Allianz Holding	26	17 (+5)	6 (±0)	24 (-14)
VIAG	28	1	3	18
Deutsche Unilever	30	1	-	4
Zahnradfabrik Friedrichshafen	33	1	1	1
Metallgesellschaft	37	2 (±0)	4 (-1)	20 (-4)
Degussa	39	0 (±0)	5 (+3)	16 (+4)
Continental	49	0 (±0)	5 (+1)	15 (±0)
Bayer. Hypotheken- u. Wechselbank	52	2	4	8
Linde	53	3 (+1)	4 (-1)	20 (+5)
Philipp Holzmann	54	0 (±0)	6 (+1)	12 (-2)
VEW	59	2 (+2)	3 (±0)	4 (-7)
Klöckner-Humboldt-Deutz	70	1	2	10
Beiersdorf	81	-	2	16
Victoria Holding	87	-	4	7
Südzucker	98	-	3	8

Source : données relevées de la MONOPOLKOMMISSION (1990/1991, pp. 226-235) ; variations par rapport à l'étude de l'année 1980 indiquées entre parenthèses ; CS = conseil de surveillance

¹⁵⁵ D'après DUPUY / MORIN (1991, pp. 99-103), on assiste à une multiplication des accords internationaux (acquisitions, accords commerciaux, participations, ententes stratégiques...). Avec une quote-part de 28,2 % des accords conclus entre 1989 et 1990, la France semble le partenaire privilégié des groupes allemands.

Ainsi, le nombre total des relations interconseils diminue d'un niveau de 1.170 en 1980 à seulement 874 liens personnels en 1990. Parallèlement, le coefficient de densité – qui rapporte les liens recensés au nombre maximum théorique de relations correspondant à une situation où toutes les entreprises seraient interconnectées à travers leurs administrateurs – tombe de 11,8 % à 8,8 % dix ans plus tard. La diminution des liens interconseils, comparée à l'étude précédente de l'année 1980, s'explique majoritairement par une sensible baisse des relations nouées entre administrateurs n'occupant pas de fonction exécutive, et seulement en partie par un dénouement des relations établies à travers l'envoi et l'accueil de dirigeants dans les organes de contrôle. Par ailleurs, pour le second type relationnel, le poids des groupes financiers augmente légèrement de 99 liens (40 %) en 1980 à un niveau de 104 liens (52 %) en 1990. Ici, ce sont notamment *Allianz* (+5), la *Dresdner Bank* (+1) et la *Commerzbank* (+2) qui envoient leurs dirigeants dans davantage de conseils de surveillance, tandis que la *Deutsche Bank* (-4) réduit ses relations. Au niveau des sociétés figurant dans notre tableau, on constate que les relations nouées par des dirigeants restent relativement stables, alors que celles établies par des administrateurs « ordinaires » connaissent une baisse. Néanmoins, il est intéressant de voir que cette baisse est moins forte que celle constatée pour l'ensemble des liens, ce qui indique que le dénouement des relations entre les entreprises les plus importantes semble moins accentué.

Depuis les années 90, l'évolution des réseaux interfirmer se caractérisait par trois grandes tendances. D'une part, sous l'influence d'une compétition renforcée au niveau européen et international, plusieurs entreprises *leaders* adaptaient leur stratégie et commençaient à s'écarter davantage des anciens principes communs de réseaux, cette réaction se traduisant notamment par le fait que les grandes banques étaient de moins en moins disposées à redresser les entreprises industrielles et commerciales en mauvaise posture (BEYER, 2003 ; HÖPNER / KREMPEL, 2004, pp. 351-352). D'autre part, suite au développement des discours sur la gouvernance, les critiques par rapport à la complexité des réseaux interentreprises allemandes, leur transparence insuffisante et leur cloisonnement envers l'extérieur devenaient plus vigoureuses. À ce titre, les vitupérations s'exerçaient principalement contre les grands groupes financiers qui étaient supposés échapper, à travers une formation opaque de participations et l'utilisation habile du système de votes par procuration, à tout contrôle du marché. D'après les adversaires des réseaux, cela aurait provoqué une spoliation systématique des petits porteurs sous forme de sous-performances boursières (ADAMS, 1994; WENGER / KASERER, 1998).¹⁵⁶

¹⁵⁶ Citée de nombreuses fois dans la littérature portant sur la « *Deutschland AG* », l'argument avancé par ADAMS (1994, p. 151) d'une spoliation des actionnaires, entraînée par l'immobilisation de leur capital dans les nombreuses alliances financières, manque d'un soutien empirique.

La troisième tendance relevait du gouvernement fédéral qui se fixait comme objectif de promouvoir le développement du marché financier et de réduire l'opacité des liens interentreprises (STREECK / HÖPNER, 2003, p. 33).¹⁵⁷ Les raisons de cette rectification du tir de la politique nous amène encore à nous référer au passé. Ainsi, depuis l'après-guerre, le système allemand tirait son succès économique d'un capital « patient », accumulé dans les relations étroites entre l'industrie et le secteur financier. La forte compétitivité qu'avait connue l'économie outre-Rhin par le passé s'expliquait en effet par la stabilité de ces alliances qui permettaient, grâce à un accord commun sur les structures de financement, de promouvoir le pouvoir d'innovation des différents secteurs.¹⁵⁸ Or, à partir des années 90, cet atout semblait s'inverser et constituer le principal facteur explicatif de la perte de compétitivité de l'industrie allemande face à ses concurrents (O'SULLIVAN, 1998, p. 9). Faute de l'existence de marchés financiers puissants – en raison de la prédominance du financement interne ou par endettement – les groupes allemands se trouvaient sensiblement sous-cotés.¹⁵⁹ Avant, cette sous-évaluation boursière ne posait pas problème. Or, avec l'aggravation de la concurrence internationale, la décote en Bourse se transformait en un facteur sensible de risque, face aux tentatives d'achats hostiles. Dès lors, seul un renforcement du marché de capitaux semblait à même de réduire le risque des firmes domestiques d'être acquises à prix bradés.

Dans les discussions sur l'efficacité du système de gouvernance allemand, c'est le cœur de réseau qui se retrouve face aux plus vives critiques. Si les dimensions du cœur varient selon les analyses mobilisées, elles regroupent au moins quatre entreprises : les deux premiers assureurs – *Allianz* et *Münchener Rückversicherung* – et deux des banques les plus puissantes, à savoir la *Deutsche Bank* et la *Bayerische HypoVereinsbank*.¹⁶⁰ Le cœur de réseau apparaît comme le directoire de la « *Deutschland AG* » qui veille à la mise en place d'une politique favorable à la stabilité du système, la domination parallèle des groupes financiers tant au niveau des liens personnels que financiers faisant que l'on peut leur attribuer une position de contrôle. Reste finalement à savoir qui contrôle les « contrôleurs » ?

¹⁵⁷ Saluée également par le secteur financier, l'idée de la création d'un « *Finanzplatz Deutschland* » conduisait, entre autres, à des améliorations au niveau de la cotation des actions, à la mise en place d'un marché à terme et à la naissance de nouveaux produits financiers, rendant ainsi le marché financier allemand plus attractif, tant pour les investisseurs internationaux que pour les entreprises (DEEG, 1999, pp. 87-95).

¹⁵⁸ Néanmoins, la simple existence de capital « patient » ne garantit pas automatiquement une forte innovation. Encore faut-il s'interroger sur les structures organisationnelles nécessaires à la stimulation de l'apprentissage organisationnel et la formation de compétences (O'SULLIVAN, 1998, pp. 9-10).

¹⁵⁹ En effet, selon RAJAN / ZINGALES (2003, p. 15), en 1980 et 1990, la capitalisation boursière des sociétés allemandes ne représentait que 9 % et 20 % respectivement du PIB national, comparée à 46 % et 54 % respectivement pour les États-Unis et 38 % et 81 % respectivement pour la Grande-Bretagne. Pour la France, des chiffres similaires à ceux de l'Allemagne ont pu être constatés.

¹⁶⁰ Jusqu'à la fin des années 90, la *Dresdner Bank* – aujourd'hui société filiale d'*Allianz* – et les *Bayerische Hypotheken- und Wechselbank* et *Bayerische Vereinsbank* – qui avaient fusionné en 1997 pour donner la *Bayerische HypoVereinsbank* – faisaient aussi partie du réseau. Lorsqu'on y ajoute encore la *Commerzbank*, le cœur de réseau, à cette époque, s'étendait ainsi à sept entreprises.

Pour ADAMS (1999, pp. 106-108), il n'existe pas de véritable contrôle des entreprises *leaders*. Selon cet auteur qui compte parmi les adversaires les plus acharnés de la « *Deutschland AG* », les principaux joueurs *Allianz* et *Münchener Rückversicherung* auraient réussi – grâce à un système de participations croisées et circulaires, à l'utilisation habile de leurs fonds de placements, et à un système de vote par procuration particulièrement favorable aux groupes financiers – à échapper à tout contrôle par le marché des capitaux. La conséquence serait que les entreprises du cœur de la « *Deutschland AG* » auraient fini par s'auto-contrôler.¹⁶¹

L'hypothèse de l'auto-contrôle est confirmée par BAUMS / FRAUNE (1995) qui montrent, sur la base de la répartition des droits de vote en 1992, que les directions générales des premières banques allemandes disposent habituellement du plus grand bloc de droits de vote dans leurs propres assemblées générales (tableau 12).

Tableau 12: Les droits de vote contrôlés par les banques *leaders* du cœur financier en 1992

		Pourcentage des droits de vote contrôlés par la banque...			Total des droits de vote (y compris BVB et BHB)	
		Deutsche Bank	Dresdner Bank	Commerzbank		
lors de l'Assemblée générale de...	Deutsche Bank	32,1 %	14,1 %	3,0 %	49,2 %	54,8 %
	Dresdner Bank	4,7 %	44,2 %	4,8 %	53,7 %	64,2 %
	Commerzbank	13,4 %	16,4 %	18,5 %	48,3 %	55,7 %

Source : adapté de BAUMS / FRAUNE (1995, p. 106) ; BVB = *Bayerische Vereinsbank*, BHB = *Bayerische Hypotheken- und Wechselbank*

Bien que l'on puisse constater une légère diminution du total des droits, comparée aux résultats issus de l'année 1985 (figure 12), les niveaux restent toutefois très élevés. Par ailleurs, quand on y ajoute les deux banques bavaroises, à savoir la *Bayerische Vereinsbank* (BVB) et la *Bayerische Hypotheken- und Wechselbank* (BHB), les droits de vote contrôlés dépassent, dans chacun des cas, le seuil de 50 %, faisant qu'aucune décision ne pourrait être prise contre les directions des banques.¹⁶² Si la « *Deutschland AG* » connaît ainsi, dans les années 90, un afflux de critiques se traduisant par quelques restructurations et modifications, le centre des réseaux interfirmes semble, cependant, rester assez stable.

¹⁶¹ Cf. ADAMS (1994, p. 151) : « Les participations en capital – qui ont été achetées avec les fonds apportés par les actionnaires des différents membres de réseau – seront utilisées lors des décisions de gestion de manière à ce qu'aucun des actionnaires privés externes ne peut s'imposer contre les décisions des directions générales des entreprises respectives ». Notre traduction.

¹⁶² Ceci est également le cas pour les assemblées générales des banques bavaroises, les cinq banques disposant de 58,1 % des droits de vote de la *Bayerische Vereinsbank* et de 56,4 % des droits de vote de la *Bayerische Hypotheken- und Wechselbank*. Cf. BAUMS / FRAUNE (1995, p. 106).

2.4 L'état actuel des réseaux et les récentes discussions sur leur éventuel déclin

La « *Deutschland AG* » touche-t-elle à sa fin ? Depuis la fin des années 90, les observateurs de la gouvernance se posent cette question et évoquent une éventuelle tendance à la dissolution des réseaux interfirmes, se manifestant par un dénouement apparent de nombreux liens personnels et financiers. À ce titre, il faut souligner qu'en définitive, la discussion cible un aspect plus large qui est celui de la convergence des systèmes capitalistes. Dès lors, il s'agit de savoir si les avantages comparatifs d'une économie relationnelle comme celle de l'Allemagne seront suffisants pour s'opposer aux tendances au démembrement des structures traditionnelles ou si le modèle économique sera sujet à un changement fondamental irrévocable (DEEG, 1999 ; HALL / SOSKICE, 2001 ; HEINZE, 2002, 2004 ; BEYER, 2003 ; KENGELBACH / ROOS, 2006).

En raison des tendances à la financiarisation de la gouvernance en Europe continentale, les partisans d'une perspective de changement systémique prédisent une disparition insidieuse du capitalisme coordonné allemand (STREECK, 1996, pp. 59-70).¹⁶³ Leur raisonnement prend notamment appui sur la mondialisation qui conférerait aux grands groupes industriels et financiers davantage d'autonomie concernant leurs décisions organisationnelles et stratégiques. Ayant des marges de manœuvre plus importantes, les inflexions des politiques d'entreprise de quelques firmes *leaders* pourraient ainsi influencer de manière considérable sur la structure des réseaux interentreprises, ce qui ne resterait pas sans répercussions sur le système économique en entier. Par ailleurs, le financement des entreprises serait davantage assuré par les marchés financiers, ce qui transformerait les banques en simples intermédiaires financiers. Dans ce cas, l'ancienne stratégie de participations financières dans les entreprises industrielles en vue de réduire le risque de crédit n'aurait plus de sens, car ce risque serait désormais directement supporté par les investisseurs (BEYER, 2003, pp. 122-126 ; HÖPNER, 2003a, pp. 308-310).

Le corollaire de cette circonstance serait une érosion des structures relationnelles traditionnelles qui se traduirait par une baisse importante de la densité des liens interfirmes. Par conséquent, le processus de dissolution ne serait plus limité à un nombre réduit d'entreprises, mais toucherait désormais l'intégralité des secteurs économiques.¹⁶⁴ Compte tenu de ces tendances, BEYER (2003, p. 141) prétend même que : « La '*Deutschland AG*', qui a permis une coordination nationale des acteurs économiques, semble [...] hors service ». ¹⁶⁵

¹⁶³ Pour les tendances à la disparition des capitalismes nationaux, cf. CERNY (1996) et STRANGE (1996).

¹⁶⁴ BEYER (2003, pp. 138-139) calcule la densité d'un échantillon de firmes le plus fortement connectées. La densité était de 1,45 en 1992, signifiant, qu'en moyenne, chaque firme du cœur de réseau était connectée avec les firmes restant avec plus d'une personne. Ce chiffre chutait à 0,72 en 2001 pour le même échantillon, correspondant alors à une baisse de la densité au cœur du réseau de près de 50 % en moins de dix ans.

¹⁶⁵ Notre traduction.

Dans leur argumentation, les défenseurs de la thèse d'un déclin de la « *Deutschland AG* » renvoient notamment à l'infléchissement stratégique des entreprises *leaders* – la *Deutsche Bank* et *Allianz* – comme réaction au changement de leur perception quant au rôle des participations industrielles. En ce qui concerne la *Deutsche Bank*, son orientation, dans les années 90, vers la banque d'investissement a été considérée comme l'effet déclencheur de sa prise de distance à l'égard des réseaux. D'après BEYER (2003, pp. 127-132), une augmentation de la concurrence et, par la suite, une baisse des marges dans le secteur de la banque de détail aurait rendu l'activité bancaire traditionnelle moins rentable. Parallèlement, les liens personnels et financiers vers l'industrie allemande apparaissaient moins avantageux, car le risque de faillite des entreprises – devenu plus élevé – semblait de moins en moins prévisible et contrôlable au moyen des relations traditionnelles. Enfin, comparé aux champs d'activité classiques, le domaine de la banque d'investissement offrait une plus grande rentabilité, notamment grâce aux activités de fusion et d'acquisition croissantes. Or, les liens étroits avec l'industrie semblaient être un obstacle à la poursuite d'une stratégie de banque d'investissement.¹⁶⁶

En conséquence, la *Deutsche Bank* réduisit continuellement, dans la dernière décennie, les postes de contrôle occupés et ses importantes participations financières. De fait, en 1998, dans les 100 plus grandes entreprises allemandes, la *Deutsche Bank* n'avait pas plus de 17 mandats de surveillance, alors qu'en 1990 encore, elle siégeait dans 35 entreprises, et en 1980, dans 40 sociétés (*Ibid.*, p. 131).¹⁶⁷ Par ailleurs, la banque francfortoise annonça, en mars 2001, qu'elle n'allait plus assurer aucune présidence de conseil de surveillance, ce qui fut interprété comme le retrait définitif de l'élève modèle de la « *Deutschland AG* ».¹⁶⁸

Pour ce qui est de l'assureur *Allianz*, l'argumentation relative à son abandon des réseaux s'appuie sur trois changements majeurs (BEYER, 2003, pp. 132-137). Premièrement, le mouvement vers la mondialisation aurait orienté, au cours du temps, la politique de participations vers une plus grande internationalisation dont le corollaire aurait été un simple affaiblissement de l'importance du marché domestique. Cette tendance semble, de surcroît, être renforcée par

¹⁶⁶ STREECK / HÖPNER (2003, p. 30) résument ce problème dans la question suivante : « Pourquoi la société américaine *General Motors* devrait-elle confier la préparation d'une acquisition de grande envergure à *Bankers Trust*, société filiale de *Deutsche Bank*, si elle devait craindre que les informations fournies atterrissent finalement chez *Volkswagen* ? », notre traduction.

¹⁶⁷ La tendance à une réduction du nombre des directeurs généraux, issus des institutions financières, qui sont envoyés dans les organes de contrôle d'autres groupes est confirmée par HEINZE (2001, p. 397, note de bas de page n° 18). Celui-ci constate une baisse du nombre de directeurs généraux envoyés en moyenne de 5,86 en 1989 à 2,64 en 2001.

¹⁶⁸ Néanmoins, encore en 2005, les personnalités de la *Deutsche Bank* occupaient d'importants postes. Ainsi, l'ancien porte-parole du directoire, Hilmar KOPPER, préside le conseil de surveillance de *DaimlerChrysler* et, jusqu'en octobre 2005, également celui de la *Deutsche Börse*. De surcroît, l'ancien dirigeant de la *Deutsche Bank*, Jürgen KRUMNOW, est « contrôleur en chef » du groupe touristique *TUI*.

l'exonération fiscale des plus-values issues des réserves occultes des participations industrielles, accumulées au cours du temps. Deuxièmement, l'orientation vers le concept *Allfinanz*, confirmée par l'achat de la *Dresdner Bank*, signalerait de même un retrait des participations financières. En effet, le marché de la prévoyance vieillesse connaissant des prévisions de croissance importantes, *Allianz* chercherait à s'y positionner le mieux possible, notamment au niveau international. Pour financer les acquisitions, elle aurait, outre l'échange direct d'actions, eu recours aux capitaux issus de la cession de ses participations industrielles, devenue plus attractive avec les récents changements de la fiscalité des entreprises. Finalement, l'orientation vers la gestion d'actifs comme pilier central du groupe devrait également déboucher sur un assouplissement des liens financiers dans la mesure où les participations industrielles directes seront réduites en faveur d'une gestion indirecte *via* les fonds de placement.

Une analyse longitudinale des relations interfirmes allemandes confirme, en partie, les arguments avancés relatifs à l'abandon des groupes *Deutsche Bank* et *Allianz* de leurs positions *leaders*. Ainsi, ces deux sociétés semblent s'être sensiblement retirées du réseau des liens personnels, mais en revanche à peine de celui des liens financiers (tableau 13).

Tableau 13 : Les liens interfirmes des groupes *Deutsche Bank* et *Allianz* entre 1980 et 2002

Entreprise Année	Position ... / 100	Nombre des entreprises...			
		Nombre de participations dans les <i>Top</i> 100	accueillant les dirigeants de ... dans leur CS	envoyant des dirigeants dans le CS de ...	connectées <i>via</i> les administrateurs de ...
Allianz					
1980	33	10	12	6	38
1990	26	15	17	6	24
2002*	19	22	12	2	19
Deutsche Bank					
1980	17	4	39	2	22
1990	14	15	35	2	18
2002	12	9	7	3	13

Source : données relevées de différents rapports de la MONOPOLKOMMISSION (1980/1981, pp. 116-141 ; 1990/1991, pp. 204-234 ; 2002/2003, pp. 246-286), *y compris la *Dresdner Bank* ; CS = conseil de surveillance

En détail, on s'aperçoit que la *Deutsche Bank* – qui, encore en 1980, envoyait ses dirigeants dans 39 des 100 premiers groupes allemands, a depuis radicalement réduit ce type de liens pour n'atteindre qu'un niveau de sept relations en 2002. Concernant *Allianz*, la tendance n'est pourtant pas si claire. Ainsi, le nombre de ses dirigeants exerçant des postes de contrôle externes augmente de 12 en 1980 à 18 en 1990, pour atteindre à nouveau le nombre de 12 en 2002. Cependant, au regard de l'acquisition de la *Dresdner Bank* en 2001, qui – en raison de sa position prépondérante au sein des réseaux interfirmes – aurait dû susciter une nette augmenta-

tion des liens personnels, la stagnation apparente des liens de dirigeants chez *Allianz*, peut, à notre avis, être interprétée comme un retrait de la « *Deutschland AG* ». Pour ce qui est des liens d'administrateurs, on constate, pour les deux groupes, une tendance à la baisse qui va de pair avec celle observée pour l'ensemble des plus grandes firmes.

L'analyse de l'évolution des liens en capital s'avère, quant à elle, plus difficile. En effet, à première vue, on a l'impression d'assister à une remarquable augmentation des participations financières entre 1980 et 1990, qui se poursuit, dans le cas d'*Allianz*, même jusqu'en 2002. Néanmoins, il convient d'être prudent dans l'interprétation de ces chiffres. Ainsi, la MONO-POLKOMMISSION (1980/1981, p. 116 ; 1990/1991, p. 204) avait renvoyé, dans ses études antérieures, aux difficultés concernant le recensement des liens en capital, notamment en raison des choix de publication que laisse la législation commerciale aux entreprises. Dès lors, une partie de l'augmentation des liens entre 1980 et 1990 s'explique vraisemblablement par une simple progression des publications. Enfin, au regard des chiffres récents, nous ne pensons pas que l'on puisse parler d'un déclin important des réseaux financiers. Ainsi, parmi les 22 participations financières que détient l'assureur *Allianz* en 2002, huit dépassent le seuil de 5 %, six le seuil de 10 % et trois même la barre des 20 % au capital. Dans le cas de la *Deutsche Bank*, une participation excède les 20 %, deux les 10 % et deux autres, les 5 % au capital. Face à ces chiffres, nous concluons que, non seulement les liens de capital de ces deux groupes financiers avec les plus grandes firmes allemandes paraissent rester nombreux, mais encore, que les niveaux de ces participations, au moins en partie, sont assez importants.

Les arguments d'une tendance à la dissolution des réseaux suite au départ des grandes institutions financières ont été complétés, par certains auteurs, par l'affirmation que les restructurations ne se limiteraient pas aux entreprises *leaders*, mais affecteraient également de grandes parties de l'industrie allemande (STREECK / HÖPNER, 2003, pp. 31-33). Cette dernière se verrait ainsi confrontée à de nombreuses contraintes. D'une part, l'arrivée de davantage d'investisseurs institutionnels, pratiquant une gestion de portefeuille active, conduirait à une orientation croissante des dirigeants vers l'objectif de création de valeur dans actionnariale. Ceci accroîtrait le risque d'offres d'achats hostiles qui toucherait désormais même les grands groupes. À ce titre, on conclut généralement à l'émergence d'un marché des prises de contrôle, jusque-là inconnu en Allemagne.¹⁶⁹ D'autre part, l'attention que porte le marché aux capacités techniques des dirigeants semble régresser au profit des compétences financières, ce qui susciterait un décalage de priorités relatives aux objectifs de la politique d'entreprise. Finalement,

¹⁶⁹ Cf. ici notamment HÖPNER / JACKSON (2001) qui illustrent l'OPA hostile de *Mannesmann* par le groupe britannique *Vodafone-Airtouch* fin 1999. Pour une analyse contestant cette hypothèse, cf. HEINZE (2004).

l'État allemand aurait, lui aussi, à travers diverses réformes législatives telles que l'exonération fiscale des réserves occultes – liées à l'augmentation en valeur des participations financières qui sont évaluées selon le principe de la comptabilité historique – ou encore la mise en place, en 1998, du *KontraG*, contribué à une réduction des réseaux interfirmes.

Néanmoins, l'analyse de l'évolution générale de l'ensemble des relations interentreprises des 100 premiers groupes allemands et, plus particulièrement, de leurs structures de propriété donne, à notre avis, une image moins nette que ce que soutiennent les défenseurs de la thèse du déclin des réseaux interfirmes traditionnels (tableau 14).

Tableau 14 : Évolution des structures de propriété et des liens interfirmes des 100 premières entreprises allemandes entre 1980 et 2002

Caractéristiques	Année d'observation		
	1980	1990	2002
Nombre de sociétés majoritairement...	Création de valeur en moyenne	Création de valeur en moyenne	Création de valeur en moyenne
en capital flottant	23 : 1.740 M €	30 : 2.281 M €	22 : 5.316 M €
en propriété étrangère	22 : 709 M €	17 : 1.150 M €	25 : 1.344 M €
contrôlées par une famille ou une fondation	18 : 666 M €	23 : 924 M €	19 : 1.189 M €
sous contrôle public	8 : 1.030 M €	8 : 1.443 M €	11 : 1.757 M €
autres formes de contrôle	5 : 516 M €	6 : 656 M €	8 : 1.754 M €
pas de contrôle majoritaire	24 : 955 M €	16 : 1.999 M €	15 : 2.260 M €
Relations interentreprises			
nombre total de liens de capital	75	89	67
nombre total de liens interconseils	1.170	874	486
dont liens établis via des dirigeants	248	200	103
coefficient de densité	11,8 %	8,8 %	4,9 %

Source : données relevées de différents rapports de la MONOPOLKOMMISSION (1980/1981, pp. 116-141 ; 1990/1991, pp. 204-234 ; 2002/2003, pp. 246-286)

Les structures de propriété semblent ainsi, malgré l'apparent afflux d'investisseurs internationaux, rester relativement stables au cours du temps. Tandis qu'en 1980, 22 des premiers groupes se trouvent majoritairement sous contrôle étranger, ce chiffre ne grimpe que légèrement à 25 sociétés en 2002, après être même tombé à 17 firmes en 1990. Parallèlement, le nombre de sociétés à capital majoritairement dispersé est presque identique en 1980 et 2002 (23 *versus* 22 firmes), après une augmentation intermédiaire à 30 firmes en 1990. Une stabilité peut être également observée pour les entreprises qui sont majoritairement contrôlées par une famille ou une fondation (18 firmes en 1980 *versus* 19 en 2002). Enfin, l'influence de l'État augmente légèrement, la quote-part des entreprises sous contrôle public passant de 8 % en 1980 à 11 % en 2002.

Précisons, toutefois, qu'au niveau de la création de valeur, la répartition des sociétés est tout autre. Ainsi, les entreprises dont le capital est majoritairement dispersé, se caractérisent par la plus forte création de valeur, atteignant en moyenne 5,32 Md d'euros. Ce groupe est suivi par les sociétés n'ayant pas d'actionnaire majoritaire (2,26 Md d'euros) et les entreprises sous contrôle public (1,76 Md d'euros).¹⁷⁰ Par conséquent, les entreprises allemandes les plus fortes en termes de création de richesse (37 % des firmes) ont soit un taux de flottant de plus de 50 %, soit pas d'actionnaire majoritaire. Au niveau des participations financières, on constate une relative stagnation que l'on peut interpréter – compte tenu des difficultés d'observation dans les années 80 – comme une légère diminution. Ainsi, en 2002, les 100 premières firmes outre-Rhin entretiennent entre elles 67 liens de capital, comparées à 89 participations financières en 1990 et 75 en 1980. En revanche, le réseau des liens personnels connaît une forte diminution au cours des 25 dernières années. Ainsi, le nombre des liens *via* l'envoi de dirigeants dans des organes de contrôle externes enregistre une nette diminution entre les années 80 et le nouveau millénaire et passe de 248 liens interconseils en 1980 à 103 relations en 2002, soit une baisse de -58,5 %. Par ailleurs, l'évolution du nombre total de liens n'est pas moins importante. Si, encore en 1980, les premières firmes entretenaient 1.170 liens, il ne reste que 486 relations en 2002.

Si l'on assiste, au cours des 25 dernières années, à une réduction apparente des structures interfirmes, on s'aperçoit que l'évolution est notamment portée par une forte diminution des liens interconseils. Néanmoins, ces résultats semblent peu cohérents avec les arguments avancés par les adversaires des réseaux. De fait, leurs raisonnements s'appuient majoritairement sur les liens en capital qui – face à la concurrence devenue globale – empêcheraient les firmes d'accroître leur rentabilité, et devraient donc être cédées. Or, au regard de ces résultats, d'une structure de propriété stable et des réglementations de mandats pratiquement inchangées depuis plusieurs décennies, nous ne voyons pas pourquoi la pression concurrentielle aurait si lourdement affecté les liens interconseils, mais à peine le réseau des participations financières. Ce phénomène s'explique-t-il éventuellement par d'autres aspects ? Les mandats de contrôle demandent-ils davantage de travail que dans le passé, ce qui aurait conduit à un dénouement des relations interconseils ? Les responsabilités juridiques des administrateurs ont-elles sensiblement changé ? Les administrateurs se sont-ils davantage « internationalisés » ou « spécialisés », faisant qu'on les repère moins souvent dans les grandes firmes ? Pour l'instant, la littérature ne parvient pas (encore) à fournir des réponses claires à ces questions.

¹⁷⁰ Notons, cependant, qu'il s'agit ici de chiffres moyens absolus et que la MONOPOLKOMMISSION (1980/1981 ; 1990/1991 ; 2002/2003) n'indique pas de chiffres relatifs, ignorant ainsi l'influence de l'effet de la taille sur la création de valeur.

Malgré l'essor des travaux annonçant un déclin irréversible des réseaux interfirmes allemands, un certain nombre d'auteurs contestent la chute imminente de la « *Deutschland AG* » (DEEG, 1999 ; HALL / SOSKICE, 2001 ; HEINZE, 2002, 2004).¹⁷¹ Ainsi, les partisans d'une perspective de stabilité systémique se réfèrent généralement à la forte complémentarité des différentes composantes, formant le cadre institutionnel d'une économie coordonnée. Se caractérisant par des éléments tels que les relations industrielles, le système de formation, les modes de financement et la coordination supérieure, la complémentarité serait un gage de stabilité du système économique.¹⁷² L'interdépendance et la complémentarité de ces facteurs éviteraient une dissolution soudaine des structures respectives au profit d'une adaptation préservant certaines spécificités (DEEG, 1999, pp. 73-122 ; HALL / SOSKICE, 2001, pp. 21-33).

S'appuyant sur cette argumentation, HEINZE (2002) trouve, dans une analyse des liens personnels des 69 premières entreprises entre 1989 et 2001, une relative stabilité des réseaux. Même si l'on peut démontrer une baisse quantitative des liens personnels au cours du temps, cette évolution ne semble pas aller de pair avec une réduction qualitative de la structure des relations interfirmes. En effet, selon l'auteur, c'est notamment la robustesse de la structure macro des réseaux qui fait que les groupes financiers – en dépit de quelques phénomènes d'érosion – représentent toujours les acteurs centraux.¹⁷³ S'y ajoute que le nombre des relations plures, nouées entre deux firmes à travers plus d'un lien, reste de même plus ou moins stable au cours du temps. Par conséquent, cet auteur conclut que « beaucoup s'accordent dire que la 'gouvernance de réseau' n'est pas encore un modèle obsolète » (*Ibid.*, p. 405).¹⁷⁴

Les indications d'une tendance à la stabilité qualitative des régions internes des réseaux interfirmes allemands trouvent, à notre avis, confirmation dans la structure récente du cœur de la « *Deutschland AG* » que nous avons analysée pour l'année 2001.¹⁷⁵ Le graphique suivant (figure 14) montre les différentes relations établies entre les firmes allemandes *leaders*. Sont retenues, d'une part, les relations de capital, représentées par les flèches bleues, d'autre part, les relations personnelles à travers les organes de gouvernance. En ce qui concerne ces dernières,

¹⁷¹ Pour un résumé de la théorie de stabilité, cf. également BEYER (2003, p. 121).

¹⁷² Pour une description détaillée des principaux éléments explicitant la réussite du système capitaliste allemand depuis l'après-guerre cf. notamment ALBERT (1991, pp. 117-192) et STREECK (1996).

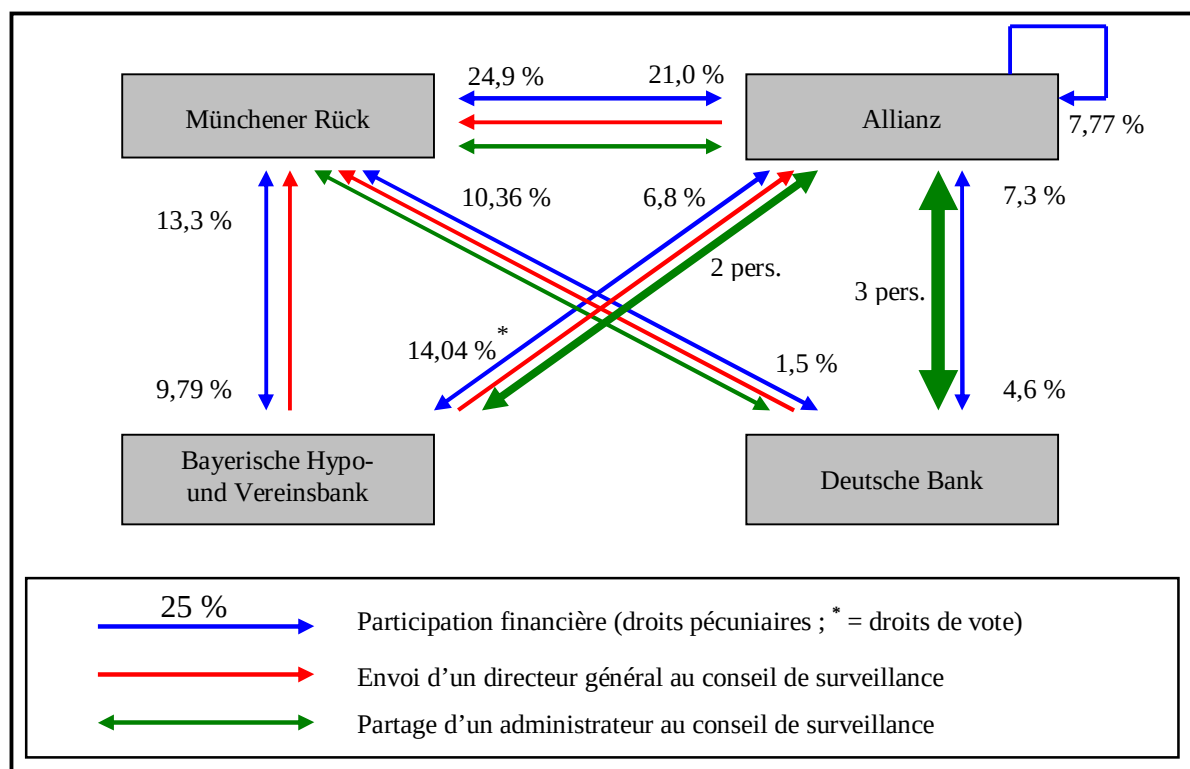
¹⁷³ HEINZE (2002, pp. 398-402) montre que, malgré la réduction des liens directs partant des groupes financiers – cohérent avec l'annonce d'un retrait de réseaux et suscitant une diminution des structures astériques – la position de ces derniers dans le modèle interne de réseau, à savoir leur inclusion à travers les structures « cercle » et « clique », reste inchangée. L'analyse de l'évolution des liens indirects indique également une reproduction des structures relationnelles, notamment celles du cœur de réseau.

¹⁷⁴ Notre traduction.

¹⁷⁵ Dans notre exemple, nous avons volontairement exclu la *Commerzbank* du cœur de réseau. D'une part, cette banque n'entretient pas, pendant l'année d'observation, de liens financiers avec les autres entreprises, issues du cœur de réseau. D'autre part, les relations personnelles de la *Commerzbank* semblent s'étendre davantage sur le secteur industriel et moins sur les groupes faisant partie du centre de la « *Deutschland AG* ».

nous avons identifié deux formes distinctes – les relations à travers l’envoi d’un directeur général d’une entreprise dans un conseil de surveillance externe, marquées par des flèches rouges, et les relations établies par le partage d’administrateurs au sein des instances de contrôle des entreprises du cœur de réseau, marquées par des flèches vertes.

Figure 14 : Structure du cœur de de la « Deutschland AG » en 2001



Sources : propre graphique ; données repérées de *Hoppenstedt Aktienführer* (2002, 95^e éd.) et des rapports annuels ; pers. = personnes

L'analyse de la figure 13 révèle deux résultats majeurs. D'une part, les firmes du cœur de réseau sont toutes, à l'exception de la *Bayerische Hypo- und Vereinsbank* et la *Deutsche Bank*, réciproquement connectées par cinq participations, dépassant dans le cas d'*Allianz* et de *Münchener Rückversicherung* le seuil de 20 % du capital. Par ailleurs, cette dernière semble être contrôlée à la majorité par les autres groupes financiers, leurs participations atteignant plus de 48 % du capital du premier réassureur mondial. Deuxièmement, il existe un réseau dense de relations personnelles. Au niveau des liens directs, l'organe de contrôle de *Münchener Rückversicherung* apparaît comme un « centre de rencontres » des dirigeants, toutes les autres sociétés y envoyant un membre de leur directoire. Pour ce qui est des relations basées sur le partage d'administrateurs n'occupant pas de fonction exécutive, elles existent, dans la plupart des cas, parallèlement aux relations partant des directoires. Elles sont de nature double entre la *Bayerische Hypo- und Vereinsbank* et *Allianz*, et même de nature triple entre cette dernière et la *Deutsche Bank*.

En d'autres termes, la « *Deutschland AG* » semble donc toujours dotée de relations personnelles et de capital d'une nature très dense et stable en son sein. Cette stabilité paraît notamment s'appuyer sur un recoupement entre les deux formes de liens interentreprises. En effet, dans notre exemple, quatre des cinq relations de capital sont parallèlement assurées par l'envoi d'un directeur général dans le conseil de surveillance de la société concernée.

Une étude de la *Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz* (DSW, 2006) confirme l'image d'une densité toujours élevée des réseaux personnels allemands. Selon son indice d'échelle mesurant l'importance des administrateurs par la nature des postes occupés, en juin 2006, les trois personnalités en tête du classement des mandataires « cumulards » siégeaient dans 14 des 30 sociétés cotées dans le premier indice boursier DAX 30.¹⁷⁶ Par ailleurs, les « mécanismes d'héritage traditionnels » semblent toujours fonctionner, neuf des dix premiers « cumulards » qui président les conseils de surveillance étant les anciens présidents du directoire des sociétés concernées. Ajoutons que les chiffres d'une étude récente d'ENTORF *et al.* (2009, p. 1123) sur l'évolution des liens personnels témoignent de même d'une stabilité des liens interconseils. Au vu de ces résultats, il semble donc que : « La *„Deutschland AG“*, souvent considérée comme enterrée, ne semble donc pas prête d'être dissoute » (FAZ, 2006, n° 192, p. 9).¹⁷⁷

Jusqu'à présent, les arguments favorables à une stabilité des réseaux se sont appuyés exclusivement sur les évolutions au sein du réseau de liens personnels, alors que les analyses des liens financiers montraient plutôt une réduction de la concentration. Or, nous tenons à préciser que même au niveau des participations existent, certes de façon moins nombreuse, des exemples révélant plutôt une stabilité du réseau allemand qu'un déclin. Ainsi, l'acquisition récente de 20 % du capital de *Volkswagen* par *Porsche*, faisant de ce dernier l'actionnaire dominant du constructeur automobile de Wolfsburg, semble démontrer la capacité à se réorganiser de la « *Deutschland AG* », face aux nouvelles conditions économiques (DIE ZEIT, 2005, n° 40).¹⁷⁸

Au regard des discussions continues concernant l'avenir des relations interentreprises allemandes, une conclusion définitive semble donc difficile à établir. Si les réseaux interfirmes connaissant un certain repli, notamment au niveau des liens personnels, la « *Deutschland AG* » se caractérise toujours par une densité et une stabilité impressionnantes. Nous espérons, à travers notre travail, pouvoir contribuer à éclairer davantage ce point.

¹⁷⁶ Le *scoring* de la DSW (2006) est calculé de manière suivante : 10 points pour la présidence du conseil de surveillance et d'un comité spécialisé, 8 points pour la participation au conseil et la présidence d'un comité spécialisé, 6 points pour chaque mandat de contrôle si la personne travaille de même dans un comité spécialisé et 4 points pour l'occupation d'un simple mandat sans activité de comités. Pour ce qui est des trois « cumulards », il s'agit de Manfred SCHNEIDER, Gerhard CROMME et Ulrich HARTMANN, tous trois respectivement présidents du conseil de surveillance et anciens présidents du directoire de *Bayer*, *ThyssenKrupp* et *E.On*.

¹⁷⁷ Notre traduction.

¹⁷⁸ Ajoutons, toutefois, que cette opération allait constituer le début d'un long conflit entre les directoires de *Porsche* et de *Volkswagen*, se terminant en 2009 – après l'échec de *Porsche* pour acquérir 75 % du capital de *Volkswagen* – par l'annonce de la création d'un group automobile commun intégrant les deux sociétés.

Conclusion du chapitre 3

Ce troisième chapitre visait à présenter l'évolution des réseaux interfirmes français et allemands tout au long de ces deux derniers siècles, en vue de mieux pouvoir interpréter leur rôle récent dans leurs systèmes de gouvernance de part et d'autre du Rhin. À ce titre, notre analyse s'est intéressée plus particulièrement aux changements qu'ont connus les structures interentreprises depuis la financiarisation de la gouvernance à la fin des années 80.

Les relations interentreprises en France trouvent leur origine au milieu du XIX^e siècle avec l'émergence des banques universelles. Répondant à une demande massive de capitaux dans le cadre du financement du progrès technique, les nouvelles banques acquièrent de nombreuses participations dans le secteur industriel. Si les relations perdent de l'importance vers la fin du XIX^e siècle, elles se renforcent à nouveau dans l'entre-deux-guerres. L'après-guerre est marqué par d'importantes nationalisations dans le secteur financier et industriel, augmentant sensiblement l'influence de l'État français. À noter également l'importance du rôle de la haute administration dans l'interpénétration des secteurs public et privé. La concentration se poursuit dans les années 70 et débouche sur l'émergence de deux grands pôles. Bien que les années 80 se caractérisent par des vagues de privatisation, elles conduisent, grâce à l'inclusion des groupes privatisés dans un système de noyaux durs, à un renforcement des relations interfirmes. Les réseaux interentreprises atteignent leur apogée au milieu des années 90, mais connaissent depuis, de sensibles restructurations. Celles-ci peuvent conduire à leur disparition, mais pas forcément si on admet qu'une structure de réseau peut être due au phénomène du « petit monde ».

L'importance des relations interfirmes en Allemagne relève du rôle qu'y jouent les banques pendant l'industrialisation. De fait, pour financer l'essor économique, elles poursuivent, dès le début, une politique industrielle active, acquièrent des participations et siègent dans les organes de contrôle. Les relations qui en naissent sont renforcées par de nombreux cartels de firmes et une opinion publique favorable à la régulation économique. Elles restent assez stables pendant la Seconde Guerre mondiale et ne connaissent que des démembrements isolés au cours de l'après-guerre. En raison des mesures politiques instaurées pour inciter les groupes financiers à investir dans l'industrie, les réseaux s'étendent remarquablement entre les années 50 et 70. S'ils atteignent des dimensions importantes dans les années 80, ils connaissent parallèlement de premiers changements en raison de la mondialisation des marchés. Accompagnés d'une gestion davantage orientée vers la valeur actionnariale, ceux-ci se traduisent, depuis le milieu des années 90, par une réduction des liens de capital et un éloignement des groupes *leaders* de l'ancienne logique des réseaux. Compte tenu de l'ampleur des changements, les premiers ont même annoncé la mort de la célèbre « *Deutschland AG* ».

Conclusion de la première partie

L'objectif de cette première partie était de donner un aperçu général du rôle que jouent les réseaux interfirmes dans les systèmes de gouvernance français et allemand. Pour y parvenir, nous avons emprunté une démarche en trois étapes. Nous nous sommes d'abord concentré sur l'analyse des liens que l'on observe le plus souvent, à savoir les relations personnelles et de capital (chapitre 1). Après cette description, nous avons mis en lumière leur importance en France et en Allemagne, en tenant compte de la conception des organes de direction et de contrôle, des réglementations législatives et des recommandations de gouvernance en matière de liens (chapitre 2). Enfin, nous avons détaillé l'évolution historique des réseaux en vue de mieux connaître leurs origines et la façon dont ils sont perçus dans les pays de notre analyse (chapitre 3). Par la suite, nous résumerons les apports de chacun des trois chapitres.

Le premier chapitre nous a permis d'analyser les formes relationnelles les plus répandues, à savoir les liens qui relèvent de la présence simultanée d'une personne dans les organes de gouvernance ou d'une participation au capital. Nous avons fait ressortir, pour chacune des formes, le potentiel d'influence qu'elles sont susceptibles de mobiliser. Au niveau des relations personnelles, trois formes ont été distinguées : liens directs, indirects et indirects supplémentaires. Les relations directes émanent d'un envoi ciblé d'un mandataire dans l'organe de contrôle d'une autre société. En raison de leur caractère spécifique, elles offrent un grand potentiel d'influence. Quant aux relations indirectes, elles peuvent ou non être la résultante des liens directs. Pour montrer leur diversité et leur potentiel d'influence, nous avons procédé à un classement en liens de premier, deuxième et troisième rangs. Étant la résultante d'une interconnexion de deux conseils sans contact avec la direction, les liens indirects supplémentaires ont le plus faible potentiel d'influence sur les trois formes considérées.

Au niveau des liens financiers, nous avons distingué quatre formes différentes : participations financières simples, croisées, pyramidales et circulaires. Relevant d'une participation unilatérale, l'influence du lien simple dépend du pourcentage de capital contrôlé. En revanche, les relations croisées se caractérisent par un échange mutuel de capital qui peut même conduire à la neutralisation de la propriété. Les relations pyramidales et circulaires constituent des formes plus complexes. Les premières réduisent, à travers une chaîne de participation, la part de capital nécessaire pour contrôler une société. Les secondes peuvent être vues comme un hybride entre les structures pyramidales et croisées puisqu'elles permettent de s'autocontrôler et de contrôler une autre société avec une moindre détention de capital. En réalité, c'est une combinaison des formes précitées qui semble déterminer les relations de pouvoirs entre firmes.

Inspiré des développements du premier chapitre, le second a mis en évidence la place qu'occupent les liens personnels et financiers dans les systèmes de gouvernance. En raison d'une démarche identique pour les deux pays, nous présenterons ci-après les résultats de façon comparative. Dans la mesure où les organes de gouvernance représentent le point de départ des formes de liens que nous analysons, nous nous sommes d'abord intéressé à la conception et au rôle que les systèmes économiques leur attribuent. Nous avons ainsi pu souligner l'originalité du système français qui propose aux sociétés trois modes organisationnels : une structure moniste à conseil d'administration et Président-directeur général, une structure moniste à séparation fonctionnelle entre le président et le directeur général et, enfin, une structure duale à directoire et conseil de surveillance. Si le législateur offre ainsi un triple choix aux sociétés, la structure moniste à cumul de fonctions semble pourtant prédominer. Le système allemand, quant à lui, ne prévoit qu'une gestion d'entreprise à structure duale avec séparation fonctionnelle entre directoire et conseil de surveillance. De surcroît, depuis 1976, un système de cogestion prévoit une représentation explicite du personnel. Dès lors, l'organe de contrôle est composé à parité par des représentants salariaux. Le dispositif s'applique aussi au directoire qui doit comprendre un directeur général s'occupant des affaires des employés.

En ce qui concerne la limitation des liens, la législation française restreint les mandats cumulables au nombre de cinq, tout en prévoyant plusieurs exceptions quant aux postes occupés dans les sociétés contrôlées ou filiales. La loi allemande, elle, autorise l'exercice simultané d'un maximum de dix mandats parmi lesquels ne sont pas décomptés jusqu'à cinq postes exercés dans les filiales. Au niveau des liens financiers, les participations mutuelles dépassant les 10 % du capital sont interdites en France. À ce titre, la législation allemande s'avère moins stricte et ne restreint que les participations croisées dépassant le quart du capital, pour lesquelles les droits de vote exerçables sont limités à hauteur de 25 %. Un certain nombre de différences peut aussi être constaté au niveau des recommandations des codes de gouvernance (tableau 15). De fait, si les codes français s'expriment davantage sur la question de l'indépendance des administrateurs, les recommandations allemandes restent très imprécises sur ce thème. En revanche, les suggestions dans les deux pays se rejoignent s'agissant de la question du cumul de mandats qui ne s'applique qu'aux administrateurs occupant des fonctions exécutives. À ce titre, nous tenons à noter que la tradition, plus particulièrement répandue en Allemagne, selon laquelle l'ancien directeur général prend, à la fin de son contrat, la tête de l'organe de contrôle de « son » entreprise, tout en continuant à cumuler des mandats externes, se voit toujours ignorée par les codes de bonne conduite. Dans un cas extrême, le « contrôleur en chef » d'une société cotée allemande peut ainsi cumuler jusqu'à 13 mandats supplémentaires (dont cinq mandats dans les filiales) tout en respectant les recommandations du code le plus récent.

Tableau 15: Les recommandations des codes de gouvernance quant aux liens personnels

FRANCE	Rapport Viénot I (1995)	Rapport Viénot II (1999)	Rapport Bouton (2002)	Code AFEP-MEDEF (2008)
Cumul de mandats	5 (président et directeurs généraux)	5 (Adm. à fonctions exécutives)	question non abordée	5 (Adm. à fonctions exécutives, y compris à l'étranger)
Administrateurs indépendants au conseil	2 administrateurs	1/3	1/3 (1/2 en cas de capital dispersé)	1/3 (1/2 en cas de capital dispersé)
Nombre de comités spécialisés	au moins 3	non précisé	non précisé	non précisé
Administrateurs indépendants dans les comités	1 administrateur (CoCpt)	1/3 (CoCpt + CoNom); 1/2 (CoRem)	1/2 (CoRem); 2/3 (CoCpt)	1/2 (CoRem + CoNom); 2/3 (CoCpt)
ALLEMAGNE	CG Grundsätze (1999)	German Code of CG (2000)	Deutscher CG Kodex (2002)	Kodex actualisée (2006)
Cumul de mandats	question non abordée	"...admrs. ne devront pas épuiser le maximum de mandats autorisés..."	5 (Adm. à fonctions exécutives)	5 (Adm. à fonctions exécutives)
Administrateurs indépendants au conseil	"...un nombre suffisamment élevé..."	question non abordée	"...ne devra pas comprendre plus de 2 anciens membres du directoire..."	"...un nombre suffisamment élevé...", "...pas plus de 2 anciens membres du directoire..."
Nombre de comités spécialisés	6 proposés	au moins 6	au moins 1 (CoCpt)	au moins 1 (CoCpt)
Administrateurs indépendants dans les comités	"...un nombre suffisamment élevé..."	question non abordée	"...CoCpt ne devrait pas être présidé par un ancien membre du directoire..."	"...CoCpt ne devrait pas être présidé par un ancien membre du directoire..."

Source : notre propre tableau ; Adm = administrateurs, CoCpt = comité des comptes, CoNom = comité des nominations, CoRem = comités des rémunérations

Finalement, le troisième chapitre visait à détailler l'évolution historique des réseaux interfirmes dans les deux pays, la motivation étant qu'une interprétation pertinente du rôle des liens ne peut être effectuée sans connaître leur évolution dans le passé. Nous avons commencé par les relations interfirmes en France qui remontent au milieu du XIX^e siècle ; période qui marque le début de l'industrialisation en Europe continentale. En raison des difficultés du système bancaire traditionnel à faire face à la demande croissante de capitaux pour alimenter le progrès technique, la banque universelle voit le jour. S'occupant, dès le départ, tant de la collecte des dépôts, que du financement des entreprises, ces nouvelles banques accumulent, au fil du temps, d'importantes participations dans l'industrie. Les relations industrielles s'affaiblissent vers la fin du XIX^e siècle pour reprendre de l'ampleur dans l'entre-deux-guerres. Dans la période d'après-guerre, l'économie connaît une importante réorganisation. Ainsi, suite à de nombreuses nationalisations et à la main mise des fonctionnaires issus de la haute administration sur l'économie, l'État français renforce considérablement son influence. Bien que le secteur public connaisse, depuis les années 80, des privatisations, cela a cependant conduit à un renforcement

des liens, les sociétés privatisées étant incluses dans le système de « noyaux durs ». Dans le sillage des mesures politiques prises pour promouvoir les marchés financiers, les réseaux rencontrent, dans la décennie suivante, une financiarisation croissante de la gouvernance. Ainsi, depuis le milieu des années 90, qui marque l'apogée des réseaux, le système de pôles financiers semble se décomposer, la tendance étant renforcée par le retrait de l'État. Dès lors, les voix de ceux qui parlent d'un effondrement des réseaux interentreprises se multiplient. Si, en revanche, les liens personnels restent stables, cela ne doit pas forcément indiquer la persistance d'un esprit réseau, mais peut aussi témoigner de l'existence d'un « petit monde ».

L'origine des réseaux interfirmes allemands relève, elle aussi, de l'industrialisation au dernier tiers du XIX^e siècle. La demande massive de capitaux pour financer l'essor économique rapide fait de même naître les institutions bancaires universelles telles que la *Deutsche Bank* ou la *Commerzbank*. Celles-ci se caractérisent, depuis le début, par la poursuite d'une politique industrielle active visant à accompagner les firmes « du berceau au catafalque ». Elle donne naissance, au cours du temps, à un vaste portefeuille de participations. Parallèlement, les banques siègent très souvent dans les organes de contrôle de leurs firmes clientes ou les président même. L'évolution des réseaux est soutenue par une cartellisation de grandes parties de l'économie, ainsi que par une attitude positive de l'opinion publique vis-à-vis de la coordination économique. Les réseaux s'élargissent dans les années 20 et 30. Ils s'accommodent du régime Nazi, perdurent sans trop de contraintes durant la Seconde Guerre mondiale. Tandis que les relations interfirmes sur le territoire de la RDA ont été dissoutes au profit de la nationalisation des biens de production, les réseaux dans la RFA ne connaissent que des modifications mineures dans l'après-guerre et reprennent rapidement leur place grâce à un certain nombre de mesures politiques prises en vue de guider les investissements des entreprises financières vers les secteurs industriels clés, l'objectif étant d'accélérer le processus de reconstruction et de créer un contrepoids économique lors de la Guerre froide. Il s'en suit une large extension des réseaux dans les trois décennies à venir. Néanmoins, ils se voient, au cours des années 80, confrontés à un renforcement de la concurrence mondiale. De surcroît, la « *Deutschland AG* » constitue, depuis le début des années 90, de plus en plus souvent la cible de vives critiques quant au protectionnisme du système de gouvernance allemand. Dans le sillage d'une financiarisation de la gouvernance, quelques entreprises *leaders* commencent ainsi à abandonner subrepticement la coordination commune et accélèrent la réduction de leurs participations. Si les liens personnels connaissent de même une réduction quantitative importante, leur stabilité qualitative semble pourtant toujours de rigueur. L'apparent déclin des réseaux a entraîné, depuis le milieu des années 90, de nombreuses discussions sur l'avenir de la « *Deutschland AG* » qu'une partie des chercheurs considère déjà comme « disparue ».

SECONDE PARTIE

Le rôle des liens interconseils dans les approches traditionnelles et leur impact sur la performance

Introduction à la seconde partie

Bien que le thème des réseaux interfirmes puisse très bien être abordé dans une perspective macroéconomique au sein de laquelle l'attention serait principalement portée à l'impact des relations interentreprises sur la performance globale de l'économie, nous retiendrons, dans cette thèse, une vision exclusivement microéconomique de la gouvernance. Par conséquent, il s'agira d'analyser les liens sous l'angle de vue individuel des sociétés impliquées et de vérifier les conséquences de ces formes relationnelles pour la performance des entreprises concernées.

Outre la restriction associée à une perspective microéconomique qui met l'accent sur l'entreprise individuelle, notre travail de recherche sera, de surcroît, exclusivement limité à l'analyse des liens personnels interfirmes. Cette seconde restriction se justifie, à notre avis, par plusieurs raisons. La complexité du thème des réseaux interfirmes nécessite une limitation de l'objet d'analyse, *a fortiori* lorsqu'on se retrouve dans une analyse comparative. Au regard d'une orientation récente de la recherche en gouvernance sur les aspects cognitifs de l'organe de contrôle, l'appréhension des liens interconseils nous semble, par ailleurs, particulièrement intéressante. Enfin, diverses difficultés, rencontrées au niveau de la disponibilité et du recensement des données sur les relations financières interfirmes, nous ont de même conduits à privilégier l'appréhension des liens interconseils, et à retenir les liens financiers comme l'une des variables explicatives. Compte tenu des restrictions précitées, l'objectif de cette thèse consistera donc à effectuer une comparaison des relations interconseils des premières sociétés cotées françaises et allemandes, pour pouvoir analyser, par la suite, les conséquences de l'échange interfirmes de mandataires des organes de gouvernance sur la performance des entreprises impliquées.

Afin de parvenir à cette fin, la partie subséquente vise à apporter deux éléments importants. Ainsi, il s'agit de présenter, dans un premier temps, les principaux déterminants des liens personnels tels qu'ils sont retenus dans les études empiriques. Ceci nous permettra, dans un second temps, de mettre en lumière la façon dont les liens interconseils sont interprétés à partir des approches théoriques sous-jacentes de ces travaux. À ce titre, nous nous appuierons, plus particulièrement, sur deux perspectives : une vision disciplinaire qui interprète les liens personnels en tant que facteurs influant sur l'efficacité des mécanismes de contrôle au niveau de la firme et une perspective sociostratégique au sein de laquelle les liens personnels servent d'outils pour réaliser des objectifs intra- ou interorganisationnels.

L'avantage de la considération simultanée des deux perspectives précitées est qu'elle nous permettra de démontrer que la perception de l'effet des liens personnels peut fortement varier selon les fondements théoriques et hypothèses retenus. D'après l'approche disciplinaire, les liens interconseils sont supposés relever de décisions individuelles des mandataires à exercer parallèlement plusieurs postes de direction et / ou de contrôle. Bien que l'exercice simultané de mandats puisse *a priori* provoquer tant des effets positifs que négatifs, une grande partie des travaux semble privilégier une interprétation négative quant aux effets des liens personnels. Ainsi, le cumul de mandats est supposé entraîner une surcharge de temps des mandataires, faisant que ces derniers ne sont plus en mesure d'accomplir de manière efficace les tâches qui leur sont confiées.¹⁷⁹ Cette défaillance est censée réduire la discipline générale de l'organe de contrôle en faveur d'une plus grande marge de manœuvre des équipes dirigeantes. Par ailleurs, un niveau de surveillance réduit est censé faciliter des actes de collusion entre administrateurs et dirigeants, dont les deux parties peuvent tirer profit à travers de meilleures rémunérations, d'une plus forte protection de leurs postes ou d'autres privilèges.¹⁸⁰ Néanmoins, la perspective disciplinaire n'est pas exclusivement hostile aux liens personnels. En effet, l'existence d'un marché du travail externe efficace des administrateurs est généralement supposée discipliner les mandataires à travers une allocation des postes de contrôle en fonction de leur réputation d'être des « contrôleurs compétents ».¹⁸¹ Dans un tel cas, le cumul de mandats ne serait donc pas forcément préjudiciable à la création de valeur.

Les raisonnements esquissés plus haut sont exemplaires pour la perspective qui sous-tend l'approche disciplinaire. De fait, celle-ci considère la firme comme un nœud de contrats, rassemblant les acteurs impliqués dans le processus productif. Selon l'approche, l'existence d'asymétries d'information fait surgir des conflits d'intérêt entre les contractants – notamment dirigeants et actionnaires – provoquant au final une perte d'efficience. Celle-ci s'avère particulièrement néfaste aux apporteurs de fonds propres, considérés comme les seuls créanciers résiduels dans l'intérêt desquels il convient de maximiser la création de valeur. Pour remédier à l'inefficacité, la perspective disciplinaire propose différents mécanismes de contrôle internes et externes, l'objectif étant d'orienter les dirigeants sur les intérêts des apporteurs de fonds propres. Étant l'un des mécanismes internes, le conseil d'administration constitue le point de

¹⁷⁹ Cette argumentation a été qualifiée par FERRIS *et al.* (2003, p. 1088) de « *Busyness-Hypothesis* ». Au sujet d'une surcharge temporelle des administrateurs multimandats, *cf.* aussi LIPTON / LORSCH (1992), PERRY / PEYER (2005) et FICH / SHIVDASANI (2006).

¹⁸⁰ *Cf.* notamment HALLOCK (1997), CORE *et al.* (1999), FICH / WHITE (2003), BRICK *et al.* (2006), FICH / SHIVDASANI (2006) et NGUYEN-DANG (2006).

¹⁸¹ Pour le fonctionnement du marché du travail externe des administrateurs, *cf.* FAMA / JENSEN (1980) et FAMA / JENSEN (1983a, pp. 311-315). Pour les études empiriques, *cf.* entre autres GILSON (1990), KAPLAN / REISHUS (1990), SHIVDASANI (1993), BRICKLEY *et al.* (1999), HARFORD (2003), YEO *et al.* (2003), YERMACK (2004), FICH (2005), FICH / WHITE (2005) et FICH / SHIVDASANI (2007).

départ pour appréhender le thème des liens personnels. À noter également que la conception des instruments mobilisés reflète l'hypothèse retenue quant à la source de l'efficacité. Celle-ci est de nature disciplinaire : pour améliorer la création de valeur, il faut contrôler les contractants et contraindre leurs champs d'actions, mais aussi les inciter à modifier leur comportement.

Contrairement à l'argument d'efficacité financière, avancé par le courant disciplinaire de la gouvernance, la perspective sociostratégique est basée sur le pouvoir économique. Ainsi, l'existence des firmes s'explique, pour une grande partie, par le fait qu'elles servent à s'approprier des rentes économiques, par exemple, au moyen de la coercition, d'une dépendance ou d'une autre influence. En conséquence, la perception des liens interorganisationnels, et notamment de ceux de nature personnelle, est, elle aussi, forcément différente.

Pour aborder les liens interconseils, la perspective sociostratégique distingue deux grands courants. D'après le premier, la mise en place de relations personnelles est censée aider les entreprises à réaliser des intérêts supra-organisationnels. Ceux-ci consistent généralement à assurer le pouvoir d'un ensemble de groupes constitués (théorie du capital financier)¹⁸² ou, sous une forme amoindrie, à sécuriser la position centrale du secteur financier (théorie de l'hégémonie bancaire)¹⁸³. De surcroît, ces stratégies peuvent aussi viser à garantir la cohésion de groupes de sociétés coexistant concurremment (théorie de la coordination et du contrôle)¹⁸⁴ ou encore celle d'une classe sociale (théorie de la cohésion de classe)¹⁸⁵. En revanche, le second courant part du principe que la firme établit des liens personnels pour atteindre des objectifs qui lui sont propres. À ce titre, une grande partie des travaux mobilise l'approche de la dépendance envers les ressources selon laquelle la firme cherche à réduire l'incertitude environnementale par la cooptation de représentants de firmes qui l'approvisionnent en ressources cruciales dans son organe de contrôle.¹⁸⁶ À noter que dans l'ensemble des approches, les liens personnels ne sont pas considérés comme nécessairement préjudiciables à la performance.

Dans l'objectif de préciser les aspects susnommés, la partie subséquente sera organisée autour de trois chapitres. Le premier visera à mettre en évidence les déterminants du nombre de liens qu'une firme tend à établir avec d'autres (chapitre 1). Il s'agira ensuite d'évoquer la perception des liens dans l'approche financière, tant du côté théorique que du côté empirique (chapitre 2). Nous concluons avec une présentation du rôle des liens dans une perspective sociostratégique, également complétée par des analyses empiriques (chapitre 3).

¹⁸² À ce titre, cf. JEIDELS (1905) et HILDERDING (1923).

¹⁸³ Cf. notamment MINTZ / SCHWARTZ (1985) et GLASBERG (1989).

¹⁸⁴ Cf. principalement FITCH / OPPENHEIMER (1970), ZEITLIN (1974), KOTZ (1978) et SCOTT (1985).

¹⁸⁵ Cf. notamment MILLS (1969 [1956]), DOMHOFF (1970, 1979), USEEM (1984) et BOURDIEU (1989).

¹⁸⁶ Cf. SELZNICK (1949), THOMSON / McEWEN (1958), PFEFFER / SALANCIK (1978) et BURT (1983).

Chapitre 1 : Les déterminants des liens interconseils

Nombreux sont les ouvrages et articles qui s'intéressent aux liens interconseils dans le monde des affaires. Si le phénomène des « *interlocking directorates* » paraît principalement abordé, ces dernières années, par les études anglo-saxonnes, l'inventaire de la littérature révèle que le thème des relations personnelles interfirmes est beaucoup plus ancien, et fait depuis longtemps l'objet notamment de nombreux travaux sociologiques et stratégiques.

Avant d'évoquer en détail les approches théoriques expliquant les mobiles et motivations des firmes pour mettre en place des relations personnelles à travers leurs organes de gouvernance, il nous paraît judicieux de présenter, dans un premier temps, les principaux facteurs identifiés par la recherche, qui déterminent le nombre de liens personnels qu'une firme tend à établir avec d'autres sociétés. À ce titre, nous tenons à préciser que ce premier chapitre se veut explicitement descriptif. Par conséquent, il s'agira de présenter un aperçu général des facteurs influant sur le nombre de liens interconseils noués qui relèvera à la fois des travaux s'inscrivant dans une perspective financière de la gouvernance que des études sociologiques et stratégiques. Pour ce qui est des concepts sous-jacents des études retenues, ils ne seront ici que très brièvement esquissés, pour être traités de façon plus détaillée dans les deux chapitres consécutifs.

Le nombre des relations personnelles qu'une firme établit à travers le partage commun de ses administrateurs et / ou de ses dirigeants avec d'autres entreprises semble fonction d'une multitude de déterminants que nous chercherons à mettre davantage en lumière dans ce premier chapitre. Pour réaliser notre illustration, les différents facteurs identifiés seront classés en trois catégories. La première comprendra les caractéristiques spécifiques de la firme qui sont censées conditionner le nombre de liens interconseils établis (section 1). À ce titre, nous nous intéresserons, plus particulièrement, à l'influence des variables telles que la taille de l'entreprise, son secteur d'activité, la structuration de son capital ainsi que sa performance. Nous passerons ensuite à une présentation de l'influence des caractéristiques spécifiques de l'organe de contrôle sur la mise en place des liens personnels (section 2). Ici, nous mettrons notamment l'accent sur la taille du conseil d'administration, sa composition et d'autres aspects spécifiques tels que la séparation fonctionnelle. Enfin, nous recenserons, dans une troisième catégorie, les caractéristiques des mandataires sociaux et leur rôle spécifique concernant l'établissement des relations interconseils (section 3), notre attention portant, ici, notamment sur les caractéristiques du premier dirigeant et sur celles des administrateurs.

Section 1 : Les caractéristiques générales de la firme

Parmi les différents facteurs influant sur le nombre de liens interfirmes établis à travers les organes de gouvernance, les caractéristiques générales d'une entreprise occupent une place centrale. D'après de nombreux travaux empiriques, ce sont notamment des aspects tels que le poids économique de la firme, ses champs d'activité, la répartition de son capital et des pouvoirs de décision et de contrôle qui en découlent, son accès à des ressources décisives, sa capacité à s'imposer sur les marchés commerciaux, ainsi que son potentiel de création de valeur qui déterminent l'ampleur de ses relations personnelles nouées avec l'environnement.

Dans cette première section, nous nous interrogerons de façon plus détaillée sur les principales caractéristiques de l'entreprise ayant une sensible influence sur la mise en place des liens personnels. Nous commencerons par l'effet de taille de la firme (sous-section 1.1), passerons au rôle du secteur d'activité (sous-section 1.2) et de la structure de propriété (sous-section 1.3), et terminerons par une présentation de l'influence de la performance de l'entreprise sur le nombre des relations personnelles interfirmes nouées (sous-section 1.4). Les différents résultats seront synthétisés à la fin de cette section à l'aide d'un tableau.

1.1 L'effet de taille

La taille constitue habituellement l'une des variables majeures déterminant le nombre de liens interconseils qu'une firme est susceptible d'établir avec autrui. Plus l'entreprise est grande, plus elle est normalement supposée entretenir des relations personnelles avec d'autres sociétés à travers le partage de ses administrateurs et / ou de ses dirigeants.

L'affirmation d'un lien positif entre le poids économique d'une firme et ses relations interpersonnelles repose sur plusieurs aspects. Tout d'abord, la taille est supposée approximer les dimensions contractuelles d'une entreprise. Plus la firme est grande, plus elle est généralement censée nouer des relations avec d'autres entreprises pour établir, à travers ce levier, des liens interconseils. Les grandes entreprises étant souvent les fournisseurs majeurs et / ou les principaux consommateurs de ressources jugées cruciales pour le processus de production, elles constituent, de surcroît, un facteur d'insécurité important pour d'autres firmes que ces dernières cherchent à maîtriser à travers une cooptation de mandataires originaires de ces grands groupes (ALLEN, 1974, p. 395).¹⁸⁷ Outre l'aspect accès aux ressources, la tendance des grandes entre-

¹⁸⁷ Ajoutons qu'ALLEN (1974, pp. 398-399) trouve que la relation entre le poids économique et le nombre de liens reste positive après neutralisation de l'influence de la taille de l'organe de contrôle.

prises à entretenir davantage de liens personnels peut aussi être expliquée par le prestige et les compétences des cadres-dirigeants échangés. Disposant de meilleures connaissances, les mandataires sociaux issus des poids lourds économiques sont censés être plus souvent sollicités que d'autres administrateurs pour exercer des mandats externes. À cet argument s'ajoute que les mandataires des grandes firmes disposent généralement, outre leurs compétences, d'un pouvoir d'influence très important qui peut, de même, jouer favorablement sur le nombre de liens inter-conseils mis en place (DOOLEY, 1969, pp. 315-316).

L'inventaire de la littérature empirique révèle que la grande majorité des travaux portant sur les déterminants des liens personnels corrobore l'impact présumé de la taille. Ainsi, l'effet positif de la taille de l'entreprise sur l'ampleur des relations interconseils est confirmé par des analyses américaines (DOOLEY, 1969 ; ALLEN, 1974 ; MARIOLIS, 1975 ; BURT, 1980), françaises (PICHARD-STAMFORD, 2000 ; NGUYEN-DANG, 2006), allemandes (ALBACH / KLESS, 1982 ; PFANNSCHMIDT, 1995), suisse (LODERER / PEYER, 2002) et néo-zélandaise (ROY *et al.*, 1994). De même, dans une étude comparative de six pays, WINDOLF / NOLLERT (2001) trouvent que les entreprises se caractérisant par de nombreux liens personnels, tendent à être grandes et à faire partie du premier indice boursier.

Parmi les travaux traitant des formes de liens spécifiques, la plupart confirment de même la relation précitée. Ainsi, BOOTH / DELI (1996) et COWLING (2008) constatent une influence positive de la taille sur le nombre de mandats externes exercés par le *CEO*. FICH / WHITE (2003) repèrent également une corrélation positive entre la taille et les liens réciproques, mais ne parviennent pas à détecter, dans une étude plus récente (FICH / WHITE, 2005), une influence significative sur le nombre de liens personnels croisés du *CEO*. En revanche, l'existence d'une telle relation est confirmée par YEO *et al.* (2003) dans une analyse d'entreprises françaises. FERRIS *et al.* (2003) montrent que les entreprises ayant des administrateurs multimandats tendent à être plus grandes, tandis que FICH (2005) ne trouve aucune influence entre la taille de la firme et la probabilité de nommer un administrateur qualifié d'« externe » ou de « *gray* ». PERRY / PEYER (2005) font ressortir que le nombre de mandats des administrateurs à fonction exécutive est positivement lié à la taille de leur firme d'origine. FICH / SHIVDASANI (2006) trouvent une corrélation positive entre la taille et les mandats cumulés par des administrateurs externes. Enfin, MIZRUCHI / STEARNS (1988) ne constatent aucune influence de la taille de l'entreprise sur la probabilité de nommer un représentant d'un groupe financier, alors que KROSZNER / STRAHAN (2001) détectent une corrélation positive entre la taille et la présence de banquiers. À noter finalement qu'aucune étude ne détecte une relation négative entre la taille et le nombre de liens personnels.

1.2 Le secteur d'activité

Outre la taille, le secteur d'activité semble exercer une influence sur l'ampleur des relations qu'une firme tend à établir avec d'autres entreprises. À ce titre, trois aspects paraissent plus particulièrement conditionner l'intensité des liens personnels : la tendance plus accentuée à nouer des liens du côté des entreprises financières, le rôle particulier des sociétés travaillant dans des secteurs réglementés, ainsi que l'effet de la diversité sectorielle d'une firme.

La position privilégiée des groupes financiers a été étudiée par plusieurs courants socio-stratégiques tels que la théorie du capital financier (HILFERDING, 1970 [1909]), la théorie de l'hégémonie bancaire (MINTZ / SCHWARTZ, 1985) ou la théorie de la dépendance envers les ressources (PFEFFER / SALANCIK, 1978).¹⁸⁸ Si ces courants admettent des motivations différentes quant à la mise en place des relations personnelles, ils se rejoignent sur le point selon lequel les groupes financiers entretiennent – en raison du fait qu'ils sont les seuls à disposer de la ressource la plus cruciale pour toute activité productive : le capital – davantage de liens inter-conseils que d'autres firmes. Par conséquent, ils représentent pour les entreprises non financières un facteur d'insécurité que ces dernières sont supposées chercher à atténuer à travers la nomination de spécialistes financiers dans leurs organes de contrôle ou, plus rarement, par une présence dans ceux des banques (ALLEN, 1974, p. 395). Au regard de la dépendance des groupes non financiers envers le capital, les approches précédentes admettent donc une fréquence accentuée des liens interconseils avec le secteur financier.

Notons que les échanges d'administrateurs entre banques et industrie peuvent s'avérer bénéfiques des deux côtés. D'une part, la présence d'un banquier dans l'organe de contrôle d'un groupe industriel peut améliorer l'accès de ce dernier aux sources de financement, mais également – grâce aux compétences du mandataire coopté – conduire à une meilleure gestion des risques et à une politique financière plus adaptée. D'autre part, l'établissement financier, lui, peut profiter de l'échange par une meilleure surveillance de ses crédits, un accès plus facile à la collecte de dépôts et comme moyen de fidéliser des clients solvables (DOOLEY, 1969, pp. 317-319). Cependant, la présence d'une banque peut aussi provoquer des conflits d'intérêts. Selon l'approche financière de la gouvernance, la banque peut ainsi être tentée d'intervenir dans la gestion de la firme en vue de réduire le risque opérationnel, l'objectif étant de sécuriser ses paiements qui – fixés au préalable – ne profitent pas d'une hausse des résultats (JENSEN / MECKLING, 1976 ; DEWATRIPONT / TIROLE, 1994).

¹⁸⁸ Pour une description détaillée des caractéristiques de ces courants, cf. notamment partie II, chapitre 3.

Divers travaux empiriques confirment l'hypothèse d'un rôle prépondérant du secteur financier. Ainsi, DOOLEY (1969), ALLEN (1974), MARIOLIS (1975) et BURT (1983) renvoient à la place centrale des entreprises financières dans les liens interconseils américains.¹⁸⁹ ALBACH / KLESS (1982), ZIEGLER (1984) et PFANNSCHMIDT (1995) montrent le poids important des banques dans le réseau des liens personnels allemand. Dans une étude comparative internationale, WINDOLF / NOLLERT (2001) font ressortir que le secteur financier en France et en Allemagne envoie presque trois fois plus de mandataires dans l'industrie qu'inversement, alors que ce rapport est plus ou moins équilibré en Suisse, en Grande-Bretagne, aux Pays-Bas et aux États-Unis. En revanche, une étude britannique très récente montre que les *CEOs* des secteurs financier, commercial et BTP cumulent davantage de mandats que leurs homologues dans d'autres branches économiques (COWLING, 2008). ROY *et al.* (1994) constatent un rôle important du secteur financier dans le réseau néo-zélandais. Enfin, LODERER / PEYER (2002) trouvent que les banques suisses représentent un tiers environ des mandataires interconnectant les sociétés cotées à la Bourse de Zurich.

À l'opposé des travaux précités, FICH / WHITE (2005) observent que les établissements financiers américains tendent à se caractériser par moins de liens personnels réciproques noués *via* le *CEO*. En conséquence, les premiers dirigeants des banques semblent moins enclins à servir dans d'autres organes de contrôle, soit en raison de réglementations juridiques, soit par crainte de provoquer des conflits d'intérêts.¹⁹⁰

Outre le rôle prépondérant des banques, les caractéristiques spécifiques du secteur économique semblent déterminer l'ampleur de ses relations interconseils. Dans une analyse américaine, BOOTH / DELI (1996) constatent ainsi une tendance plus prononcée à établir des liens personnels dans les secteurs réglementés, les *CEOs* des groupes énergétiques occupant plus de postes externes que leurs homologues dans la finance. DOOLEY (1969) trouve que les firmes d'un même secteur tendent à nouer davantage de liens entre elles qu'avec les firmes d'autres branches et en conclut l'existence d'un effet intrasectoriel positif sur les relations interconseils. À la différence des deux travaux précités, LODERER / PEYER (2002) montrent dans leur analyse des sociétés cotées suisses que peu de firmes entretiennent des échanges d'administrateurs réciproques avec des entreprises issues du même secteur. Enfin, une étude de PFANNSCHMIDT (1995) sur le cumul de mandats dans les entreprises allemandes fait ressortir que l'ampleur des liens interconseils dépend, d'ailleurs, positivement du nombre des secteurs économiques qui sont concernés par l'activité d'une entreprise.

¹⁸⁹ Notons à ce titre que MARIOLIS (1975, pp. 435-436) critique la pratique d'entendre par « groupes financiers » toujours les banques et les compagnies d'assurance, alors que ces dernières ressembleraient, au niveau de leurs liens et à l'exception des plus grands assureurs, plutôt aux entreprises non financières.

¹⁹⁰ Notons qu'il peut aussi y avoir le risque d'être considéré comme impliqué dans la gestion de la firme puisqu'en cas de difficultés financières, les créanciers peuvent – tout au moins selon la législation commerciale française – se retourner contre la banque et, en conséquence, entraîner des contentieux importants.

1.3 La structure du capital

À côté de la taille et du secteur d'activité, la structure du capital de la firme semble déterminer le nombre des interconnexions avec les autres entreprises. Au sujet du rôle de la structure financière, il convient de distinguer entre les effets engendrés par les décisions de financement et ceux relevant de la structure de propriété. Si plusieurs travaux sociostratégiques abordent les effets de ces deux facteurs dans le contexte de la constitution des liens personnels, ce point semble négligé dans les approches financières de la gouvernance.¹⁹¹

En ce qui concerne les décisions de financement, les arguments avancés sont similaires à ceux présentés dans la sous-section précédente. Ils relèvent principalement des approches de l'hégémonie bancaire et de la dépendance envers les ressources. D'après ces courants, c'est la dépendance vis-à-vis du capital qui explique la mise en place et l'ampleur des relations interconseils entre le secteur financier et les entreprises commerciales et industrielles. La dépendance existe, plus particulièrement, à trois niveaux. D'une part, le nombre de liens noués avec les établissements de crédit est censé être positivement lié à l'intensité en capital d'une firme. D'autre part, les services de conseil, offerts par le secteur financier au niveau des opérations de fusion et d'acquisition, sont aussi supposés influencer positivement sur le nombre de relations personnelles nouées. Enfin, leurs dimensions semblent conditionnées par la dépendance d'une entreprise des sources de capital externes pour faire face à ses besoins de financement (GORDON, 1961, pp. 191-192 ; PFEFFER, 1972, pp. 222-223).

Notons toutefois qu'une grande partie des travaux empiriques n'arrive pas à confirmer les hypothèses précitées. Ainsi, ALLEN (1974, pp. 400-401) et BURT (1983, p. 93) trouvent une relation négative entre l'intensité de capital et les liens personnels noués vers des groupes financiers, notamment pour les firmes travaillant dans des secteurs réglementés. De plus, cet auteur constate une corrélation négative entre cette forme de liens et la croissance de la firme, ce qui contredit l'affirmation selon laquelle les firmes se trouvant en forte expansion, tendent à établir davantage de liens avec les banques. Enfin, l'étude révèle une corrélation négative entre

¹⁹¹ Ceci semble principalement dû aux finalités différentes des approches financières et sociologiques. En effet, les premières, exclusivement disciplinaires, cherchent à réduire les conflits d'intérêt entre les parties prenantes en vue d'améliorer l'efficacité de la firme. Dans ce contexte, le rôle de la structure de propriété et les décisions de financement qui s'y reflètent sont généralement retenus pour expliquer les divergences d'intérêts entre les différents contractants. Quant aux approches sociologiques, les liens personnels sont généralement abordés dans une perspective de pouvoir. Ici, la structure de capital constitue l'un des facteurs explicatifs de la propension d'une firme à interconnecter ses mandataires. Néanmoins, la mise en place de liens personnels selon la structure du capital peut *a priori* aussi être justifiée dans une perspective financière. Ainsi, pour une structure du capital donnée, l'établissement de liens interconseils pourrait, par exemple, servir de moyen pour assurer une meilleure discipline des contractants en vue de réduire les conflits d'intérêts et d'améliorer l'efficacité de la firme.

le ratio d'endettement et les liens personnels établis avec des groupes financiers. Dans une autre étude, MIZRUCHI / STEARNS (1988) ne trouvent pas de relation entre l'endettement à long terme d'une entreprise non financière et la présence de banquiers dans son organe de contrôle. En revanche, au niveau macroéconomique, la demande de capital agrégée semble renforcer le nombre de liens construits avec les établissements de crédit. FICH / WHITE (2003) ne constatent pas non plus de corrélation significative entre le ratio d'endettement à long terme d'une firme et le nombre de liens réciproques noués par ses administrateurs. Enfin, PFANN-SCHMIDT (1995), lui, parvient à confirmer, à l'exemple des firmes allemandes, une relation positive entre la hauteur de la dette financière et la présence de financiers au conseil de surveillance, mais ne détecte aucune influence de la quote-part de fonds propres.

Pour ce qui est de l'influence de la structure de propriété, l'argumentation part à nouveau de la dépendance des firmes en matière de capital. Ainsi, la détention d'une participation financière dans une firme – notamment, si elle est jugée importante – tend à s'accompagner d'un lien interconseils, l'objectif étant de sécuriser l'engagement financier et l'influence qui en découle par la présence d'un mandataire (ZIEGLER, 1984, p. 605).¹⁹²

Au niveau empirique, nombre d'analyses font ressortir un effet positif de l'importance d'une participation dans le capital sur la probabilité que celle-ci s'accompagne de l'envoi parallèle d'un mandataire. Ainsi, PFANN-SCHMIDT (1995) constate une relation positive entre le niveau des participations directes des firmes allemandes et le nombre de relations personnelles, qu'il s'agisse de liens d'administrateurs ou de dirigeants. WINDOLF / BEYER (1995) trouvent de même que les groupes financiers tendent à renforcer leurs participations en capital par l'instauration de liens personnels. En comparant les réseaux de cinq pays européens, WINDOLF / NOLLERT (2001) confirment l'existence d'un effet de recoupement positif entre liens financiers et personnels pour l'Allemagne, la Suisse, les Pays-Bas et la France. À l'opposé des travaux précités, LODERER / PEYER (2002) trouvent que les participations n'expliquent qu'une petite partie des recoupements personnels en Suisse. Enfin, BURT (1980, pp. 93-94) conclut que les sociétés américaines ayant une famille comme actionnaire important, se caractérisent par moins de liens personnels. Ceci semble confirmé par PICHARD-STAMFORD (2000) qui constate que les firmes françaises à forte dispersion de capital entretiennent un nombre plus élevé de liens personnels que les entreprises familiales.¹⁹³

¹⁹² Dans une analyse des liens interfirmes en Autriche et en Allemagne, ZIEGLER (1984, pp. 603-605) trouve une relation positive entre le niveau d'une participation et l'existence parallèle d'une relation interconseils.

¹⁹³ D'après PICHARD-STAMFORD (2000, p. 165), ceci peut relever du fait que les firmes familiales craignent davantage que les firmes à forte dispersion de capital, une perte d'informations en cas d'une implication trop importante de leur firme dans le système des liens interconseils.

1.4 La performance

En dehors des caractéristiques « de base » telles que la taille, le champ d'activité ou la structure de capital, la performance d'une entreprise – à savoir sa capacité à créer de la valeur – semble fortement déterminer le nombre des échanges interconseils réalisés avec d'autres sociétés. Au sujet de l'influence de la performance sur l'ampleur des relations personnelles, les courants financiers et sociostratégiques proposent diverses explications.

Une première argumentation, souvent mobilisée par les travaux s'inscrivant dans une perspective financière de la gouvernance, admet l'existence d'un marché du travail des administrateurs sur lequel les mandataires se concurrencent pour les postes de contrôle externes (FAMA, 1980 ; FAMA / JENSEN, 1983a, pp. 311-315). La compétition repose sur la réputation des administrateurs que le marché est censé évaluer en fonction de leurs compétences en termes de contrôle. Quant aux compétences, elles sont approximées par la performance des firmes dans lesquelles le mandataire siège, l'hypothèse sous-jacente étant qu'une meilleure efficacité de contrôle se traduit par une meilleure création de valeur. À condition que le marché fonctionne efficacement, les administrateurs disposant de la meilleure réputation – mesurée par la performance des firmes qu'ils contrôlent – sont supposés être davantage sollicités pour d'autres postes de contrôle et devraient se voir proposer davantage de mandats.

En conséquence, les entreprises se caractérisant par une bonne performance devraient entretenir – grâce à la « popularité » de leurs mandataires sociaux – un nombre plus élevé de relations interconseils. Notons qu'un tel raisonnement est *a priori* aussi valable en sens inverse. Ainsi, l'existence d'un nombre important de liens personnels dans le présent est censée résulter – toutes choses égales par ailleurs – des bonnes performances des entreprises dont les administrateurs étaient mandataires par le passé.

Pour ce qui est des analyses empiriques, elles révèlent toutefois des résultats assez divergents. Si l'existence d'un effet de réputation, exercé par le marché des administrateurs, peut être confirmée pour les États-Unis, cela semble moins évident pour les pays de l'Europe continentale. FERRIS *et al.* (2003) trouvent que les entreprises ayant des administrateurs « cumulards » se caractérisent par des taux de marge et des ratios de *Marris* plus élevés.¹⁹⁴ La dernière relation est également confirmée par PERRY / PEYER (2005). Ces auteurs trouvent, en outre,

¹⁹⁴ FERRIS *et al.* (2003, p. 1095) qualifie un administrateur de « *multiple director* » lorsqu'il exerce au moins trois mandats dans les entreprises de leur échantillon, ce dernier comprenant 3.190 sociétés américaines.

une relation positive entre la rentabilité économique de la firme d'origine et le nombre de mandats externes exercés par ses administrateurs, ce qui étaye l'affirmation que les administrateurs sont nommés en fonction de la performance.¹⁹⁵ FICH / SHIVDASANI (2006) font de même ressortir qu'une bonne performance dans la firme d'origine d'un administrateur augmente le nombre de mandats externes cumulés. En revanche, l'inverse ne peut être confirmé, aucune relation significative n'existant entre la performance de la firme d'arrivée et la probabilité de nommer un « cumulard ». Il n'est donc pas certain que les firmes ayant une mauvaise performance recrutent davantage d'administrateurs multimandats.

À l'opposé des travaux présentés, FICH / WHITE (2003) montrent une corrélation négative entre la rentabilité économique et le nombre de liens d'administrateur croisés. En revanche, la rentabilité financière n'est pas corrélée au nombre de relations réciproques. BOOTH / DELI (1996) trouvent que les *CEOs* originaires des firmes à importantes opportunités de croissance – appréhendées par le rapport valeur de marché / valeur comptable – ont tendance à détenir moins de mandats externes. Les opportunités étant fortement conditionnées par les compétences de l'équipe dirigeante, l'exercice de davantage de mandats externes par le *CEO* semble donc engendrer des coûts plus importants, provoqués notamment par le risque d'une attention moindre portée aux affaires internes. Contrairement à l'étude précitée, FICH / WHITE (2005) trouvent une relation positive entre le ratio *Q* de *Tobin* et le nombre de liens personnels réciproques noués à travers le *CEO*. D'après les auteurs, un ratio plus élevé peut indiquer de meilleures opportunités de croissance de la firme. MORCK *et al.* (1989, p. 844) pensent qu'un ratio plus élevé peut aussi témoigner de la qualité du *management*. En résumé, une meilleure valorisation semble donc favoriser les relations interconseils, que ce soit parce que d'autres firmes cherchent davantage à nommer le *CEO* dans leur conseil ou parce que davantage de dirigeants externes sollicitent un mandat dans la firme en question.

En ce qui concerne les études françaises, YEO *et al.* (2003) ne trouvent aucune relation entre le ratio *Q* de *Tobin* et le nombre de mandats réciproques exercés par les PDG. Au niveau de la rentabilité économique, différents tests font ressortir des résultats mitigés, indiquant soit une relation positive, soit aucune relation. Malgré ces résultats, les auteurs confirment l'existence d'un effet de réputation. Dans une autre analyse, NGUYEN-DANG (2006) montre qu'une bonne performance par le passé, tant comptable que financière, augmente le nombre de liens personnels réciproques du PDG dans l'avenir. Enfin, dans la seule analyse allemande que

¹⁹⁵ PERRY / PEYER (2005, pp. 2112-2113) précisent toutefois que la relation entre le nombre de mandats exercés et la rentabilité économique devient non significative quand le ratio valeur au marché / valeur comptable est également inclus dans la régression. Selon les auteurs, le ratio *Market to Book* semble donc plutôt refléter la performance de la firme que ses opportunités de croissance.

nous avons pu repérer, PFANNSCHMIDT (1995) ne trouve aucune relation entre la moyenne triennale du ratio de *Marris* et le nombre de liens interconseils, la relation restant également non significative après une analyse des différentes formes de liens.

Notons enfin que le marché du travail semble non seulement récompenser les mandataires produisant de bonnes performances, mais tend également à punir ceux qui ne paraissent pas à même d'accomplir efficacement leurs tâches. Ainsi, KAPLAN / REISHUS (1990) montrent pour les États-Unis que la réduction de dividendes par une firme conduit à une moindre attribution de nouveaux mandats externes à ses principaux dirigeants. En revanche, les auteurs ne parviennent pas à démontrer une perte significative des postes déjà exercés.

Une autre argumentation, avancée notamment par les travaux sociostratégiques, admet que les firmes se trouvant en difficulté financière ont souvent tendance à nommer des représentants bancaires dans leur organe de contrôle. Si une telle cooptation est d'emblée avantageuse pour la firme mal en point – qui peut bénéficier des compétences de l'administrateur invité pour mieux maîtriser les risques opérationnels et rétablir ses finances – la banque peut, elle aussi, en tirer profit à travers une meilleure sécurisation de ses crédits, la fidélisation du client et, en cas de rétablissement financier d'un afflux de dépôts et de transactions à gérer, notamment lorsqu'il s'agit d'une grande entreprise (DOOLEY, 1969, pp. 317-319).

La tendance à nommer des représentants bancaires lorsque la firme se trouve en difficulté financière a été notamment confirmée pour le Canada (RICHARDSON, 1987) et les États-Unis (MIZRUCHI / STEARNS, 1988 ; GILSON, 1990). À la différence de ces travaux, KROSZNER / STRAHAN (2001) font ressortir une relation non linéaire entre le risque financier d'une firme et la présence de banquiers dans l'organe de contrôle. Ainsi, les banques semblent éviter les sociétés ayant trop de difficultés financières, vraisemblablement par crainte de contentieux juridiques ou qu'une telle présence nuise à leur réputation.¹⁹⁶ Paradoxalement, ce sont justement ces entreprises qui auraient le plus besoin de conseils financiers.

Si les courants financier et sociostratégique abordent donc la question de l'effet de la performance sur les liens personnels à partir de différentes perspectives, il convient de noter que ces dernières ne sont pas forcément contradictoires et peuvent être conjointement mobilisées pour expliquer l'ampleur des liens interconseils. Ainsi, un administrateur bancaire qui – grâce à la bonne performance des firmes où il siège – exerce déjà plusieurs mandats, peut très bien être sollicité, de par sa réputation de « contrôleur », pour un mandat supplémentaire dans une firme en mauvais état financier en vue d'améliorer son efficacité.

¹⁹⁶ Ceci rejoint d'autres résultats de RICHARDSON (1987) qui montrent que le secteur financier privilégie le maintien de relations interconseils avec des entreprises industrielles profitables.

Tableau 16 : Les déterminants des liens personnels : les caractéristiques générales de la firme

Caractéristiques de la firme	Incidence sur le nombre de liens personnels établis par une entreprise		
	positive	négative	aucune
> Taille			
	Dooley (1969), Allen (1974), Mariolis (1975), Albach / Kless (1982), Burt (1983), Roy <i>et al.</i> (1994), Booth / Deli (1996), Pfannschmidt (1995), P.-Stamford (2000), Kroszner / Strahan (2001), Windolf / Nollert (2001), Loderer / Peyer (2002), Ferris <i>et al.</i> (2003), Fich / White (2003), Yeo <i>et al.</i> (2003), Perry / Peyer (2005), Fich / Shivdasani (2006)		Mizuchi / Stearns (1988), Fich (2005), Fich / White (2005)
> Secteur d'activité			
firme issue du secteur financier	Dooley (1969), Allen (1974), Mariolis (1975), Pfeffer / Salancik (1978), Albach / Kless (1982), Burt (1983), Ziegler (1984), Roy <i>et al.</i> (1994), Pfannschmidt (1995), Windolf / Nollert (2001), Loderer / Peyer (2002)	Fich / White (2005)	Windolf / Nollert (2001)
firme issue d'un secteur réglementé	Booth / Deli (1996)		
firmes travaillant dans le même secteur d'activité	Dooley (1969), Booth / Deli (1996)	Loderer / Peyer (2002)	
nombre de secteurs d'activité d'une firme	Pfannschmidt (1995)		
> Structure de capital			
dépendance du capital		Allen (1974), Burt (1980)	
quote-part des fonds propres			Pfannschmidt (1995)
endettement	Pfannschmidt (1995)	Allen (1974)	Mizuchi / Stearns (1988), Fich / White (2003)
concentration du capital		Burt (1980), Pichard-Stamford (2000)	
participations financières	Ziegler (1984), Pfannschmidt (1995), Windolf / Beyer (1995), Windolf / Nollert (2001)	Loderer / Peyer (2002)	
> Performance			
ratio de Marris	Ferris <i>et al.</i> (2003), Perry / Peyer (2005)	Booth / Deli (1996)	Pfannschmidt (1995)
ratio Q de Tobin	Fich / White (2005)		Yeo <i>et al.</i> (2003)
rentabilité économique	Yeo <i>et al.</i> (2003), Perry / Peyer (2005), Fich / Shivdasani (2006)	Fich / White (2003)	Yeo <i>et al.</i> (2003), Perry / Peyer (2005)
rentabilité financière	Fich / Shivdasani (2006), Nguyen-Dang (2006)		Fich / White (2003)
firme en difficultés financières	Dooley (1969), Richardson (1987), Mizuchi / Stearns (1988), Gilson (1990)	Gilson (1990), Kaplan / Reishus (1990), Kroszner / Strahan (2001)	Kaplan / Reishus (1990)

Source : propre tableau établi à partir des études y figurant

Section 2 : Les caractéristiques de l'organe de contrôle

Outre les aspects généraux de l'entreprise tels que la taille, la structure de capital ou la performance, les caractéristiques de l'organe de contrôle même constituent une seconde catégorie de facteurs influençant l'ampleur des relations personnelles qu'une société est susceptible d'établir à travers ses organes de gouvernance avec son environnement.¹⁹⁷

L'objectif de cette seconde section sera alors de s'interroger davantage sur l'influence de la conception du conseil d'administration. À ce titre, nous nous intéresserons plus particulièrement au rôle de sa taille (sous-section 2.1), à celle de sa composition de mandataires internes, externes, indépendants ou non (sous-section 2.2), ainsi qu'aux caractéristiques annexes telles que le nombre de réunions annuelles ou la séparation personnelle entre la présidence du conseil et celle de l'équipe de direction (sous-section 2.3).

2.1 La taille

Par une argumentation similaire à celle utilisée pour l'effet de la taille de la firme, les dimensions de l'organe de contrôle sont supposées conditionner le nombre de liens interconseils qu'une entreprise tend à mettre en place avec d'autres sociétés. Généralement, on admet une incidence positive de la taille du conseil d'administration sur le nombre de relations d'administrateurs et de dirigeants qui sont entretenues par une entreprise. Plus le conseil est grand, plus les liens personnels sont censés se multiplier. Pour expliquer la nature de cette relation, trois arguments différents sont habituellement mis en avant.

Le premier argument est de nature purement technique, voire mathématique. Lorsque la taille du conseil d'administration augmente, le nombre de liens qui peuvent être théoriquement établis augmente parallèlement, et cela de façon plus que proportionnelle. De fait, un conseil de plus grande taille permettant de nommer davantage de mandataires multimandats, le nombre de liens personnels tend, lui aussi, à se multiplier. Précisons toutefois que la marge de manœuvre au niveau de la taille du conseil est essentiellement définie par des réglementations législatives nationales qui, elles, peuvent parfois s'avérer assez strictes.¹⁹⁸

¹⁹⁷ Pour une étude récente des déterminants des caractéristiques de l'organe de contrôle, cf. LINCK *et al.* (2008).

¹⁹⁸ Ainsi, le législateur français limite la taille du conseil d'administration au nombre de 18 personnes, sans compter toutefois les représentants des salariés (Cf. Code de Commerce, articles L 225-17 et -27). En Allemagne, les conseils de surveillance des sociétés anonymes qui sont soumises à la cogestion, doivent comprendre entre 12 et 20 personnes (cf. § 95 *AktG* en relation avec § 7 *MitbestG*). En revanche, aucune prescription législative n'existe aux États-Unis, la taille du *board of directors* faisant l'objet des réglementations statutaires de chaque société (cf. p. ex. SCHMIDT, 2001, pp. 51-52). Il en va de même pour la Grande-Bretagne où la législation commerciale (*Companies Act 2006*) n'impose aucune limitation de la taille du *board*.

Le second argument supposant une relation positive entre la taille de l'organe de contrôle et le nombre de liens personnels établis relève de la perspective sociostratégique, plus particulièrement de la théorie de la dépendance des ressources. D'après cette théorie, la taille du conseil d'administration est censée être fonction des relations qu'entretient l'entreprise avec son environnement. Plus la firme nécessite des ressources externes, plus elle sera encline à coopter des personnes de l'extérieur, et plus l'organe de contrôle sera grand. Conformément aux postulats sociostratégiques présentés dans la section précédente, la dépendance des sociétés devrait ainsi aussi se refléter dans la taille du conseil (PFEFFER, 1972, p. 223).

Enfin, on peut ajouter à cet aspect un troisième argument. Celui-ci part du principe que la complexité contractuelle d'une grande société devrait également se refléter dans la taille de son organe de contrôle. Plus la firme est diversifiée, plus elle sera contrainte d'entretenir de contacts avec d'autres secteurs, et plus elle aura tendance à ouvrir son conseil à des représentants externes, voire même – dans la mesure du possible – à l'agrandir.

Les différentes études empiriques portant sur les liens personnels étayent très majoritairement l'hypothèse d'une relation positive entre la taille du conseil et le nombre de relations interconseils. Pour les États-Unis, FERRIS *et al.* (2003) trouvent que les firmes accueillant des administrateurs multimandats se caractérisent par des organes de contrôles plus grands. PERRY / PEYER (2005) montrent que les sociétés d'origine des « cumulards » disposent de conseils de taille plus importante. FICH / SHIVDASANI (2006) font ressortir une influence positive de la taille du conseil d'administration sur le nombre de mandats cumulés par un administrateur externe. Au niveau des relations plus spécifiques, KROZNER / STRAHAN (2001) trouvent que la probabilité de la présence d'un administrateur bancaire est plus élevée dans des firmes ayant un conseil de grande taille. FICH / WHITE (2003) constatent une corrélation positive entre la taille de l'organe de contrôle et le nombre de liens personnels réciproques des administrateurs. En revanche, la taille du conseil ne semble influencer ni le nombre de mandats externes du *CEO* (BOOTH / DELI, 1996 ; COWLING, 2008), ni le nombre de liens réciproques noués à partir du premier dirigeant (FICH / WHITE, 2005).

Outre les nombreuses études américaines, l'existence d'une relation positive entre la taille du conseil d'administration et le nombre de relations personnelles a été également confirmée pour la France (YEO *et al.*, 2003 ; NGUYEN-DANG, 2006). Mentionnons enfin que WINDOLF / NOLLERT (2001) montrent, dans une étude comparative, une influence positive de la taille de l'organe de contrôle sur le nombre de liens indirects pour l'Allemagne, la France, la Grande-Bretagne, les Pays-Bas, la Suisse et les États-Unis.

2.2 La composition

Dans la recherche en gouvernance, la composition du conseil d'administration constitue généralement l'un des aspects les plus souvent abordés pour tester l'efficacité des mécanismes disciplinaires et les conséquences en découlant pour la performance de l'entreprise. Parmi les nombreuses analyses réalisées sur ce sujet, plusieurs travaux montrent que la répartition de l'organe de contrôle semble, elle aussi, avoir une incidence sur les relations personnelles qu'une société établit avec son environnement contractuel.

Bien que l'on soit, à première vue, tenté d'admettre une relation négative entre la quote-part d'administrateurs internes et le nombre de liens personnels d'une firme, cette affirmation ne paraît cependant pas très plausible. En effet, dans la mesure où ce type d'administrateur peut très bien exercer d'autres mandats externes, aucune conclusion finale ne semble pouvoir être tirée quant à son impact sur l'ampleur des relations interconseils. Dans un cas extrême, un conseil composé du maximum de mandataires internes autorisés par la loi peut, en fin de compte, entretenir plus de liens personnels qu'un conseil qui est majoritairement composé d'externes n'accomplissant qu'une poignée de fonctions.

En revanche, l'argumentation avancée par la perspective financière quant au rôle du marché du travail (FAMA, 1980 ; FAMA / JENSEN, 1983a, pp. 311-315) se prête mieux, à notre avis, à l'émission d'hypothèses concernant l'incidence du poids des administrateurs externes sur le nombre de liens personnels. Dans la mesure où les mandataires sont soumis à une évaluation permanente par le marché du travail – qui affecte notamment la nature des postes qui leur sont alloués, leur niveau de rémunération et leur prestige – il nous semble plausible d'admettre que les administrateurs externes soient incités à assurer davantage de mandats afin d'augmenter leur réputation. L'effet final serait donc une augmentation du nombre des liens personnels. Parallèlement, il est possible qu'un nombre trop important de mandats risque de nuire à une bonne réputation des administrateurs. En conséquence, il semble également judicieux d'admettre qu'au-dessus d'un certain niveau de mandats, la propension des administrateurs à assurer davantage de postes tende à diminuer.

Notons que ce raisonnement s'applique *a priori* aussi à un administrateur indépendant. En effet, on peut admettre que ce dernier cherche à accroître son capital social à travers l'accomplissement de plusieurs fonctions, tout en essayant d'éviter, en même temps, de dépasser un nombre de postes trop important qui risque d'avoir des répercussions négatives sur sa réputation de « contrôleur indépendant reconnu ».

Les analyses abordant l'effet des mandataires internes sur les liens personnels révèlent des résultats mitigés. Ainsi, DOOLEY (1969) et BURT (1980) trouvent pour les États-Unis que la fréquence des liens diminue lorsque la quote-part des internes augmente.¹⁹⁹ Contrairement à cela, FICH / WHITE (2003) ne constatent pas de corrélation entre le nombre d'administrateurs internes et les liens réciproques de l'ensemble des administrateurs. Pour la France, GUYEN-DANG (2006) ne détecte pas non plus de relation significative entre le pourcentage d'internes et les liens réciproques du PDG. Quant aux administrateurs externes, FERRIS *et al.* (2003) montrent que les firmes américaines ayant au moins un « cumulard », se caractérisent par un pourcentage plus élevé d'externes dans leur conseil. De même, FICH / WHITE (2003) trouvent une corrélation positive entre le nombre de « contrôleurs » externes et les liens réciproques. Cette relation est également confirmée pour la France par YEO *et al.* (2003) au niveau des liens réciproques du PDG. En revanche, BOOTH / DELI (1996) ne trouvent pas de relation entre le pourcentage d'externes et les mandats exercés par le *CEO*.

Les travaux traitant de l'impact de l'indépendance des administrateurs sur les liens personnels trouvent également des résultats divergents. D'une part, FICH (2005) observe pour les conseils classés « indépendants » une probabilité plus élevée de nommer un administrateur externe qui est *CEO* d'une autre entreprise. Ceci semble conforme aux résultats de FICH / WHITE (2003) qui, dans une étude antérieure, montrent une corrélation négative entre le nombre des administrateurs « *gray* » et les liens personnels réciproques. D'autre part, PERRY / PEYER (2005) font ressortir une relation négative entre la quote-part d'administrateurs indépendants, rapportée à la taille du conseil, et le total des mandats exercés. Enfin, FICH / SHIV-DASANI (2006) trouvent que les firmes ayant un conseil indépendant, accueillent généralement moins d'administrateurs « cumulards ».

Plusieurs études s'interrogent de même sur des aspects spécifiques. D'après BOOTH / DELI (1996), les mandats des administrateurs non *CEO* ne sont conditionnés ni par la présence d'administrateurs indépendants non *CEO*, ni par celle d'un détenteur indépendant de bloc d'actions au conseil. Par ailleurs, il n'existe pas de relation entre le nombre de *CEO* indépendants au conseil et les mandats externes du *CEO* de la firme. FICH (2005) ne trouve pas d'influence de la quote-part des administrateurs *CEO* et la probabilité qu'un administrateur externe ou *gray* soit nommé. Enfin, YEO *et al.* (2003) constatent une relation positive entre la présence de détenteurs de bloc d'actions et les liens réciproques du PDG.

¹⁹⁹ Précisons que l'hypothèse sous-jacente à ces travaux est qu'en cas d'existence d'un important contrôle *managérial* – à savoir d'une forte présence d'administrateurs internes – ces derniers chercheraient à éviter que leur capacité de décision soit réduite par l'inclusion de trop de représentants externes. En conséquence, on peut s'attendre à une relation négative entre la quote-part des mandataires internes et le nombre d'*interlocks*.

2.3 Les autres caractéristiques

Si la taille du conseil d'administration et sa composition en mandataires internes, externes, indépendants et dépendants font donc l'objet de nombreuses analyses empiriques, peu de travaux vérifient l'influence d'autres caractéristiques de l'organe de contrôle sur les dimensions des relations interconseils nouées par une entreprise.

Dans les rares études que l'on trouve, le nombre de réunions annuelles et la séparation entre la fonction du président du conseil d'administration et celle du comité exécutif représentent les thèmes les plus souvent abordés. Concernant la fréquence des réunions, on peut admettre un impact négatif sur les liens personnels. De fait, lorsqu'on part du principe qu'un administrateur veille en permanence à sa réputation, il risque de refuser un poste nécessitant la participation à un nombre trop important de réunions par crainte de ne plus avoir suffisamment de temps pour accomplir ses fonctions. De plus, VAFEAS (1999) montre qu'un nombre élevé de réunions témoigne souvent de problèmes économiques à résoudre. Un dirigeant externe peut donc hésiter à y devenir administrateur, la motivation étant la crainte de voir se dégrader sa réputation.²⁰⁰ L'influence supposée négative du nombre de réunions annuelles est confirmée par FICH / WHITE (2005) au niveau des liens réciproques du *CEO*, indiquant que des réunions fréquentes semblent réduire ses disponibilités pour exercer des mandats additionnels.

Outre l'effet de fréquence des réunions, la séparation fonctionnelle entre le président du conseil d'administration et le président du comité exécutif peut déterminer le nombre de liens interconseils. Néanmoins, les résultats des études respectives ne sont pas très concluants. D'après une étude américaine de BOOTH / DELI (1996), la séparation conduit à l'exercice de plus de mandats par le *chairman*, indiquant des coûts marginaux moins élevés pour un poste supplémentaire en cas de dissociation des fonctions. En revanche, FICH / WHITE (2003) montrent que la séparation tend à réduire le nombre de liens réciproques des administrateurs. L'incidence d'une séparation semble donc aussi fonction des opportunités de croissance qui déterminent les coûts de mandats additionnels. Pour la France, YEO *et al.* (2003) et NGUYEN-DANG (2006) ne trouvent pas de relation entre le cumul des fonctions et les liens réciproques du PDG. Enfin, aucune étude allemande n'existe à ce sujet, le système de gouvernance dual imposant toujours la séparation des dites fonctions.

²⁰⁰ Notons toutefois que dans la mesure où les périodes de réunions plus fréquentes sont généralement suivies par de sensibles améliorations de la performance (*cf.* VAFEAS, 1999, pp. 133-137), on peut également admettre une argumentation inverse. Ainsi, un administrateur « cumulaire » ayant une bonne réputation peut aussi être enclin à accepter un mandat dans une firme en difficulté économique. Pour faire face aux problèmes rencontrés, il chercherait donc à imposer une augmentation du nombre de réunions. En cas de réussite, l'augmentation de la performance servirait donc à renforcer la réputation de l'administrateur en tant que « redresseur efficace ».

Tableau 17 : Les déterminants des liens personnels : les caractéristiques de l'organe de contrôle

Caractéristiques de l'organe de contrôle	Incidence sur le nombre de liens personnels établis par une entreprise		
	positive	négative	aucune
> Taille	Kroszner / Strahan (2001), Windolf / Nollert (2001), Ferris <i>et al.</i> (2003), Fich / White (2003), Yeo <i>et al.</i> (2003), Perry / Peyer (2005), Fich / Shivdasani (2006), Nguyen-Dang (2006) Booth / Deli (1996), Fich / White (2005), Cowling (2008)		
> Composition			
administrateurs internes	Ferris <i>et al.</i> (2003), Fich / White (2003), Yeo <i>et al.</i> (2003) Fich / White (2003), Fich (2005)	Dooley (1969), Burt (1980)	Fich / White (2003), Nguyen-Dang (2006)
administrateurs externes			Booth / Deli (1996)
administrateurs indépendants		Perry / Peyer (2005), Fich / Shivdasani (2006)	
CEO s indépendants au conseil			Booth / Deli (1996)
administrateurs étant CEO s d'autres firmes			Fich (2005)
administrateurs externes n'étant pas CEO s			Booth / Deli (1996)
détenteur de bloc indépendant présent au conseil			Booth / Deli (1996)
présence d'investisseurs institutionnels dans le capital			Yeo <i>et al.</i> (2003)
> Autres caractéristiques			
nombre de réunions annuelles		Fich / White (2005)	
séparation fonctionnelle entre CEO et chairman	Booth / Deli (1996)	Fich / White (2003)	Yeo <i>et al.</i> (2003), Nguyen-Dang (2006)

Source : propre tableau établi à partir des études y figurant

Section 3 : Les caractéristiques des mandataires sociaux

Dans les deux sections précédentes, nous avons vu comment les différentes caractéristiques de la firme et celles du conseil d'administration influent sur le nombre de relations personnelles qu'une entreprise noue avec d'autres sociétés. Pour conclure ce chapitre, nous aborderons, dans la section subséquente, les caractéristiques propres des mandataires sociaux qui, elles, présentent de même une variable déterminant le nombre de liens interconseils.

Dans notre présentation, nous distinguerons l'influence des caractéristiques du premier dirigeant (sous-section 3.1) de celles des administrateurs « ordinaires » (sous-section 3.2) sur le nombre de relations interconseils.²⁰¹ Dans les deux cas, les facteurs retenus seront tant des aspects personnels comme l'âge et la formation poursuivie, que des indicateurs professionnels tels que la durée de poste, le nombre de mandats exercés ou la rémunération.

3.1 Les caractéristiques du premier dirigeant

Parmi les différentes caractéristiques personnelles, l'âge du premier dirigeant représente un facteur pouvant influencer le nombre de mandats que ce dernier est susceptible d'exercer. Au sujet de l'impact de l'âge du principal mandataire social, on peut admettre un effet positif sur le nombre postes occupés, l'affirmation reposant sur deux aspects distincts. D'une part, un dirigeant proche de la retraite tend à porter moins d'attention à sa réputation qu'un dirigeant plus jeune car il semble moins dépendant du marché du travail des administrateurs. D'autre part, on peut penser qu'un dirigeant plus âgé cherchera éventuellement à profiter de ses dernières années professionnelles pour améliorer ses revenus futurs lors de la retraite et sera donc incité à accepter davantage de mandats. Dans les deux cas, l'incidence finale de l'âge du premier dirigeant sur le nombre de liens personnels d'une firme serait donc positive.

Malgré la pertinence apparente des arguments précités, aucune analyse empirique ne parvient à confirmer l'hypothèse d'un effet âge positif du premier dirigeant sur l'ampleur des relations personnelles. Selon les études américaines, l'âge du *CEO* n'influe ainsi ni sur le nombre de relations réciproques de celui-ci (FICH / WHITE, 2005), ni sur le total des liens mutuels établis à travers les administrateurs (FICH / WHITE, 2003). L'absence d'une quelconque influence de l'âge du premier dirigeant est également constatée par NGUYEN-DANG (2006) pour les entreprises françaises dont l'analyse ne révèle pas de relation significative entre l'âge du PDG et le nombre de ses liens réciproques.

²⁰¹ Nous entendons par administrateurs « ordinaires » tous les administrateurs à l'exception des présidents du conseil lorsque ceux-ci occupent parallèlement la fonction de premier dirigeant exécutif.

Comme l'âge, la durée de fonction du dirigeant et son ancienneté semblent influencer le nombre de liens personnels. Dans une analyse des sociétés américaines, BOOTH / DELI (1996) trouvent qu'un *CEO* proche de la retraite a tendance à occuper plus de mandats, ce que les auteurs expliquent par le fait que la délégation des responsabilités en fin de carrière semble réduire pour une firme les coûts engendrés par le fait que le *CEO* occupe davantage de fonctions externes. Ce résultat a, par ailleurs, pu être confirmé dans une étude britannique récente menée par COWLING (2008). En revanche, FICH / WHITE (2003) constatent une influence négative de la durée de mandat du *CEO* sur le nombre total de liens réciproques d'une firme à travers ses administrateurs. Contrairement aux travaux précédents, FICH / WHITE (2005) ne trouvent aucune influence sur le nombre de liens réciproques du *CEO*.

Ajoutons enfin que, si l'influence de la durée de poste du premier dirigeant ne semble pas très claire, il n'en va pas de même de l'ancienneté du *CEO* dans l'entreprise où l'on constate une influence légèrement positive sur le nombre de liens réciproques, tant du *CEO* même (FICH / WHITE, 2005) que de l'ensemble des administrateurs (FICH / WHITE, 2003). Ce résultat semble dû au fait qu'un dirigeant, présent depuis longtemps dans la firme, a plus d'occasions de rencontrer d'autres dirigeants externes, et notamment de *CEOs*. L'effet positif qui en découle pour sa propre réputation et celle de la firme peut s'avérer utile pour la création de liens, une fois qu'il accédera à la présidence (FICH / WHITE, 2005, p. 184).

Outre l'âge, la durée de poste et l'ancienneté du premier dirigeant, les caractéristiques de sa rémunération peuvent avoir une influence sur le nombre des liens interconseils. Selon la perspective disciplinaire de la gouvernance, une meilleure rémunération est censée conduire le dirigeant à accepter moins de mandats externes. Ceci semble dû à plusieurs raisons. D'une part, une rémunération plus élevée réduit l'attractivité d'autres postes. D'autre part, la participation directe dans le capital renforce la motivation du dirigeant pour atteindre les objectifs de performance fixés. Enfin, des mesures incitatives telles que les *stock-options* permettent également de profiter, en cas de bonne performance, d'une meilleure rémunération. En résumé, la rémunération est donc supposée pouvoir aligner les intérêts divergents entre actionnaires et dirigeants. Dès lors, on peut s'attendre à une influence négative de la rémunération du principal dirigeant sur le nombre de ses mandats externes et, en conséquence, sur le nombre total de liens personnels qu'une entreprise entretient avec d'autres sociétés.

À l'opposé des arguments avancés par l'approche financière quant à une influence supposée négative de la rémunération sur les liens personnels, les études empiriques font ressortir des résultats peu concluants. Pour les États-Unis, FICH / WHITE (2003) trouvent ainsi une corrélation positive entre la rémunération du *CEO* et les liens mutuels des administrateurs, tandis

que ces mêmes auteurs ne constatent, dans une étude plus récente, aucune relation entre cette variable et les relations réciproques du *CEO* (FICH / WHITE, 2005). Pour ce qui est de la participation du premier dirigeant dans le capital, les travaux de FICH / WHITE (2003) montrent une corrélation négative avec les relations réciproques des administrateurs. En revanche, BOOTH / DELI (1996) ne détectent aucun impact sur le nombre de mandats externes du *CEO*. Il en va de même pour FICH / WHITE (2005) qui ne trouvent aucune influence significative de la participation dans le capital sur le nombre de relations réciproques du *CEO*. Parallèlement, ces auteurs trouvent que la quote-part des *stock-options* dans la rémunération a une influence négative sur les relations réciproques du *CEO*. Une rémunération incitative semble donc empêcher le premier dirigeant de nouer des contacts mutuels avec d'autres mandataires ce qui confirme les arguments avancés par le courant financier.

Mis à part les aspects liés aux caractéristiques professionnelles et à la rémunération du principal mandataire, un certain nombre d'autres éléments, influant de même sur le nombre de liens personnels, ont été considérés dans les nombreux travaux empiriques. Il sera question de présenter par la suite brièvement les résultats correspondants. Ainsi, BOOTH / DELI (1996) montrent, à partir de l'exemple des firmes américaines, que le nombre de liens interconseils a une influence positive sur le cumul de mandats externes du *CEO*. En revanche, la nomination d'un nouveau *CEO* ne semble avoir aucune influence sur les mandats externes cumulés par les administrateurs de la firme correspondante (FICH / SHIVDASANI, 2006). De même pour les États-Unis, FICH / WHITE (2005) font ressortir que la présence du *CEO* dans le comité des nominations tend à augmenter le nombre de ses liens personnels réciproques. Enfin, dans une étude française, YEO *et al.* (2003) trouvent une corrélation positive entre le nombre de mandats externes du PDG et ses relations réciproques.

En ce qui concerne l'implication personnelle du premier dirigeant dans l'histoire de la firme, FICH / WHITE (2003) trouvent que le fait que le *CEO* appartienne à la famille fondatrice tend à réduire le nombre de liens personnels réciproques de la firme. Tandis que FICH / WHITE (2005) ne constatent aucune relation entre l'aspect précité et le nombre de relations mutuelles du *CEO*, une étude française réalisée par NGUYEN-DANG (2006) montre que si le PDG est fondateur de l'entreprise, le nombre de relations réciproques qu'entretient ce dernier augmente. À noter que l'étude de NGUYEN-DANG (2006) se préoccupe également de l'influence de la formation du premier dirigeant sur le nombre de liens personnels de la firme et montre que les PDG diplômés des Grandes Écoles disposent de davantage de liens personnels réciproques que les PDG ayant reçu une formation « non élitiste ».

3.2 Les caractéristiques des administrateurs

Pour ce qui est de l'influence des caractéristiques des administrateurs « ordinaires » sur le nombre des liens personnels entretenus, les variables utilisées par les différentes études ressemblent généralement à celles présentées au niveau du rôle du premier dirigeant. Bien que les argumentations théoriques sous-jacentes soient donc *a priori* similaires, les travaux empiriques révèlent parfois des résultats bien différents.

Si l'âge du premier dirigeant ne semble ainsi pas influencer sur l'ampleur des relations inter-conseils, il n'en va pas de même pour celui des administrateurs. En effet, d'après une analyse de FERRIS *et al.* (2003), les entreprises accueillant des « cumulards » se caractérisent par une moyenne d'âge plus élevée de leurs mandataires. PERRY / PEYER (2005) trouvent de même une influence positive de l'âge des administrateurs sur le nombre de mandats. À la différence de ces travaux, FICH / SHIVDASANI (2006) font ressortir une influence négative de l'âge de l'administrateur sur le nombre de fonctions externes exercées. À noter également que cette étude paraît la seule à avoir abordé la question de l'influence du sexe des administrateurs sur le nombre de mandats cumulés, aucune relation significative ne pouvant être constatée.

Outre les aspects d'âge et de sexe, les caractéristiques professionnelles des administrateurs conditionnent le nombre de liens personnels mis en place par une firme. Ainsi, LODERER / PEYER (2002) et PERRY / PEYER (2005) trouvent que le président du conseil de surveillance tend à cumuler – grâce à sa position privilégiée – davantage de mandats de contrôle que d'autres administrateurs. FICH / WHITE (2003) font ressortir une corrélation positive entre la présence d'administrateurs *CEO* et le nombre de liens personnels réciproques noués par une firme. Ceci est confirmé par FICH / SHIVDASANI (2006) qui montrent que le fait que l'administrateur externe est un *CEO* influence positivement le nombre de mandats externes cumulés.²⁰² Pour la France, YEO *et al.* (2003) font de même ressortir une corrélation positive entre le nombre d'administrateurs occupant la fonction du PDG dans leurs firmes d'origine et les liens réciproques du PDG de la firme d'accueil. En revanche, FICH / WHITE (2005) trouvent que le nombre d'administrateurs occupant une fonction externe de premier dirigeant n'a pas d'influence sur les relations réciproques du *CEO* de la firme considérée. Enfin, le fait que l'administrateur soit considéré comme « dépendant » tend à réduire les mandats cumulés des administrateurs externes (FICH / SHIVDASANI, 2006) et il en est de même les liens personnels réciproques d'une entreprise (FICH / WHITE, 2003).

²⁰² Ajoutons que la même relation peut être constatée lorsque l'administrateur est un ancien *CEO* qui est déjà à la retraite (Cf. FICH / SHIVDASANI, 2006, p. 709).

Au niveau des aspects de rémunération, les raisonnements mis en avant par rapport au premier dirigeant semblent également s'appliquer aux administrateurs. Ainsi, une meilleure rémunération et la participation au capital de la firme sont censées inciter l'administrateur à exercer moins de mandats externes et à s'investir davantage pour accomplir soigneusement ses tâches de contrôle. La surveillance plus rigoureuse qui est censée en découler, permettrait de discipliner davantage l'équipe de direction, conduisant ainsi à une meilleure création de valeur. La conséquence finale serait donc un moindre nombre de liens interconseils.

Cependant, les travaux empiriques révèlent des résultats différents. Dans une étude américaine, FICH / WHITE (2005) trouvent ainsi que le niveau de rémunération des administrateurs n'a aucune influence sur les liens interconseils réciproques du premier dirigeant. De plus, FERRIS *et al.* (2003) montrent que les administrateurs des entreprises accueillant dans leur organe de contrôle des « cumulards », se caractérisent par une moindre détention de capital.²⁰³ PERRY / PEYER (2005) font également ressortir une influence négative de la participation des administrateurs au capital sur le nombre de mandats cumulés. En revanche, BOOTH / DELI (1995) trouvent que la participation des administrateurs au capital de la firme n'a pas d'impact sur le nombre de mandats externes exercés par le *CEO* de celle-ci, indiquant que les administrateurs ne semblent pourtant pas en mesure d'empêcher le premier dirigeant de s'enraciner. Enfin, FICH / SHIVDASANI (2006) constatent que la participation moyenne d'un administrateur au capital des firmes dans lesquelles il est déjà administrateur n'a pas d'influence significative sur le nombre de mandats externes total que celui-ci cumule.

Finalement, plusieurs études abordent des aspects complémentaires. Ainsi, FICH / WHITE (2005) trouvent qu'il existe une relation positive entre les mandats cumulés par les administrateurs externes et les liens réciproques du *CEO*. En revanche, FERRIS *et al.* (2003) identifient une relation négative entre les mandats exercés et les mandats additionnels, indiquant que les entreprises semblent hésiter à nommer des administrateurs semblant être surchargés. Au niveau de la formation, FICH / SHIVDASANI (2006) constatent que l'obtention d'un diplôme en droit ou le fait de travailler dans l'enseignement supérieur influent négativement sur le cumul de mandats d'un administrateur, alors qu'un diplôme en finance augmente le nombre de mandats. Toutefois, l'ensemble de ces facteurs n'est pas significatif. De même, le fait que l'administrateur soit un homme politique n'a pas d'impact sur le nombre de mandats externes qu'il cumule. Enfin, les auteurs font également ressortir que si l'administrateur est fondateur de la firme, il tend à détenir moins de mandats externes.

²⁰³ Précisons que cette relation ne reste significative que si seules les participations des administrateurs externes dans le capital de la firme sont considérées (Cf. FERRIS *et al.*, 2003, p. 1095).

Tableau 18 : Les déterminants des liens personnels : les caractéristiques des mandataires sociaux

Caractéristiques des mandataires sociaux	Incidence sur le nombre de liens personnels établis par une entreprise		
	positive	négative	aucune
> Premier dirigeant			
âge			Fich / White (2003), Fich / White (2005), Nguyen-Dang (2006)
durée de poste de premier dirigeant	Booth / Deli (1996), Cowling (2008)	Fich / White (2003)	Fich / White (2005)
l'ancienneté dans la firme	Fich / White (2003), Fich / White (2005)		
rémunération	Fich / White (2003)		Fich / White (2005)
participation dans le capital		Fich / White (2003)	Booth / Deli (1996), Fich / White (2005)
quote-part des <i>stock-options</i> au salaire		Fich / White (2005)	
nombre de mandats externes exercés	Booth / Deli (1996), Yeo <i>et al.</i> (2003)		Fich / Shivdasani (2006)
présence au comité des nominations	Fich / White (2005)		
le premier dirigeant est fondateur de l'entreprise	Nguyen-Dang (2006)	Fich / White (2003)	Fich / White (2005)
le premier dirigeant est diplômé d'une école élitiste	Nguyen-Dang (2006)		
> Administrateurs «ordinaires »			
âge	Ferris <i>et al.</i> (2003), Perry / Peyer (2005)	Fich / Shivdasani (2006)	
sexe			Fich / Shivdasani (2006)
l'administrateur est <i>chairman</i>	Loderer / Peyer (2002), Perry / Peyer (2005)		
l'administrateur est premier dirigeant d'une autre firme	Fich / White (2003), Yeo <i>et al.</i> (2003), Fich / Shivdasani (2006)		Fich / White (2005)
l'administrateur est réputé dépendant		Fich / White (2005), Fich / Shivdasani (2006)	
rémunération			Fich / White (2005)
participation dans le capital		Ferris <i>et al.</i> (2003), Perry / Peyer (2005)	Booth / Deli (1996), Fich / Shivdasani (2006)
nombre de mandats externes exercés	Fich / White (2005)	Ferris <i>et al.</i> (2003)	
l'administrateur est fondateur de la firme		Fich / Shivdasani (2006)	
formation			Fich / Shivdasani (2006)
l'administrateur est un homme politique			Fich / Shivdasani (2006)

Source : propre tableau établi à partir des études y figurant

Conclusion du chapitre 1

Ce premier chapitre avait pour objectif de mettre en lumière – par la mobilisation des travaux empiriques menés tant en gouvernance qu’en stratégie et en sociologie – les variables susceptibles de déterminer le nombre de liens personnels qu’une entreprise tend à établir avec autrui *via* le partage de membres de ses organes de gouvernance. Rappelons qu’il s’agissait, en premier lieu, de présenter un aperçu général des déterminants des liens les plus fréquemment abordés, sans s’interroger en détail sur les fondements théoriques des différentes études retenues qui, eux, seront évoqués de façon plus détaillée dans les chapitres suivants.

Pour présenter les facteurs affectant le nombre de liens interconseils, nous avons procédé à une distinction entre l’influence des caractéristiques générales de la firme, de l’organe de contrôle et des mandataires sociaux. Quant à l’effet du premier groupe de facteurs, une très grande majorité des travaux trouve que la taille de la firme a un impact positif sur le nombre de liens. En outre, des études sociostratégiques montrent qu’un groupe financier – disposant d’une ressource cruciale : le capital – tend à nouer davantage de liens que les sociétés issues d’autres branches. Ajoutons que l’existence d’une participation financière provoque de même souvent la mise en place d’un lien personnel. Enfin, nombre de travaux confirment que la performance influe sur l’ampleur des liens. À ce titre, les analyses renvoient généralement au rôle du marché du travail externe des administrateurs qui assure l’allocation des postes en fonction de la réputation des mandataires, une bonne performance étant censée susciter plus de liens interconseils. D’autres travaux constatent que les mandataires de firmes en difficulté obtiennent moins de postes dans le futur, confirmant ainsi également l’effet du dit marché.

Au niveau des caractéristiques du conseil d’administration, la majorité des travaux identifie une relation positive entre la taille et le nombre de liens. De même, la présence de davantage d’administrateurs externes et indépendants tend à multiplier les liens interconseils, alors que l’effet des mandataires internes reste peu évident. Le nombre de réunions annuelles du conseil a un impact négatif sur les relations interconseils. L’effet d’une séparation des fonctions de président du conseil et de principal dirigeant ne paraît pas clair. Enfin, l’influence des caractéristiques des mandataires sociaux sur l’ampleur des liens interconseils est plus difficile à identifier, en raison notamment de la diversité des variables explicatives utilisées. L’âge des premiers dirigeants ne semble pas avoir d’impact sur les liens, tandis que des administrateurs plus âgés tendent à cumuler plus de mandats. Ces derniers tendent d’ailleurs à exercer davantage de mandats s’ils occupent des postes de direction externes. Aussi, un niveau de rémunération plus élevée semble diminuer le nombre de postes externes occupés par un mandataire.

Chapitre 2 : Le rôle des liens personnels dans une perspective d'efficience financière

L'inventaire des théories abordant le thème de la gouvernance des entreprises sous un angle micro-économique conduit à constater qu'elles reposent, très majoritairement, sur le paradigme de l'efficience. Ce paradigme sous-tend le principe de sélection naturelle : seules les organisations les plus efficaces survivent à terme, toute autre forme organisationnelle étant éliminée dans le temps par la concurrence.²⁰⁴ L'existence des mécanismes de gouvernance tels que les prises de contrôle ou le marché des cadres-dirigeants s'explique ainsi par leur capacité à permettre à l'entreprise, en améliorant son efficacité, à créer davantage de valeur.

Parmi les différents courants existant au sein du paradigme de l'efficience, la perspective financière semble être la plus fréquemment mobilisée. Ce courant sous-tend une vision contractuelle de la firme. Perçue comme un nœud de contrats, celle-ci est chargée de régir l'ensemble des relations juridico-financières établies avec les parties prenantes pour conduire le processus productif. Compte tenu des asymétries d'informations et des conflits d'intérêts entre les différents contractants, la firme parvient, dans certains cas, à réduire, mieux que le simple mécanisme de coordination de prix du marché, les pertes d'efficience engendrées par la coopération économique. Elle constitue, en conséquence, dans certaines situations, une forme organisationnelle efficiente. Précisons, toutefois, qu'il s'agit dans cette optique d'une efficience d'origine disciplinaire qui relève d'un dispositif de mesures d'incitation et de contrôle mis en place pour réduire les pertes précitées. Par ailleurs, la conception de ce dispositif est fonction de la finalité du processus de production lui-même, à savoir de la question : dans l'intérêt de quelle(s) partie(s) la création de valeur doit-elle être maximisée ?²⁰⁵ À ce sujet, la perspective disciplinaire distingue les courants actionnarial et partenarial.

Selon le courant actionnarial, l'entreprise doit être prioritairement gérée dans l'intérêt des apporteurs de fonds propres. Cette orientation explicite repose sur l'argument que ces derniers constituent les seuls créanciers résiduels. Alors que les autres acteurs sont censés être correctement protégés par des contrats, fixant au préalable leurs rémunérations, les actionnaires sont supposés assumer l'essentiel du risque, car leur rémunération, bien que non plafonnée, n'est assurée qu'après satisfaction des droits des autres contractants et est, par ailleurs, sujette

²⁰⁴ Le principe de sélection naturelle n'implique, cependant, pas nécessairement que les organisations cherchent à maximiser leur profit. À ce sujet, cf. notamment ALCHIAN (1950) et MACHLUP (1967).

²⁰⁵ Néanmoins, la question normative de l'objectif du dispositif incitatif peut, en principe, être dissociée de celle du critère d'efficience retenu. Ainsi, l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale peut également assurer la survie d'une firme dont la gestion vise à poursuivre des objectifs partenariaux.

aux fluctuations du résultat. Le courant actionnarial est habituellement justifié en recourant à trois théories partiellement complémentaires : la théorie des coûts de transaction, la théorie des droits de propriété et la théorie de l'agence. Nous nous limiterons, dans ce chapitre, à la théorie de l'agence et ici, plus particulièrement, à sa branche positive, qui nous servira de grille de lecture pour mettre en lumière le rôle des liens personnels. Principalement concentrée sur les divergences d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, cette théorie propose des mesures disciplinaires et incitatives, visant à ce que l'équipe dirigeante gère conformément aux attentes des actionnaires. De ce point de vue, le conseil d'administration est censé constituer l'un des mécanismes de contrôle les plus importants. Ayant pour mission de discipliner le *management* de la firme, il doit notamment décider de la nomination et de la révocation des dirigeants, de leur rémunération, et se prononcer sur les questions nécessitant son accord.

Compte tenu de la considération explicite du conseil d'administration comme pilier central du contrôle interne d'une entreprise, le thème de l'échange de mandataires et de son incidence sur la création de valeur est, lui-aussi, particulièrement évoqué par la théorie de l'agence. À ce sujet, on constate un phénomène intéressant. Alors que l'opinion publique apparaît nettement hostile au cumul de mandats, l'approche théorique propose une image beaucoup plus équilibrée concernant son impact sur la performance de l'entreprise. Du côté des arguments défavorables, le cumul de mandats semble ainsi, en raison d'une surcharge temporelle des administrateurs multimandats ou de leur collusion, nuire à la discipline et réduire *in fine* l'efficacité du contrôle du conseil d'administration. En revanche, les arguments favorables aux liens interconseils renvoient principalement à leur capacité à renforcer la discipline. À ce titre, on avance que les administrateurs « cumulards » sont habituellement soumis au contrôle des marchés du travail des cadres-dirigeants et des administrateurs externes, ces marchés étant censés déterminer la valeur de leur réputation personnelle. De surcroît, les compétences de contrôle acquises lors de l'exercice des multiples mandats, peuvent également renforcer la discipline.

Après avoir précisé, dans le chapitre précédent, les différents déterminants des liens personnels, ce second chapitre se propose d'éclairer, à partir d'une perspective financière de la gouvernance, leur influence sur la création de valeur. Pour ce faire, nous présenterons, d'abord, les principales caractéristiques de la théorie positive de l'agence ainsi que le rôle que celle-ci attribue au conseil d'administration et au cumul de mandats (section 1). Nous résumerons, dans un second temps, les différentes études empiriques qui ont été menées pour tester l'impact des liens interconseils sur la performance de la firme (section 2).

Section 1 : L'approche financière de la gouvernance

Depuis plus d'un quart de siècle, la perspective financière de la gouvernance constitue une grille théorique, très fréquemment empruntée, dans les sciences économiques et de gestion. L'objectif de cette perspective consiste à expliquer l'existence de diverses formes organisationnelles sur la base de leur efficacité comparative. Elle emprunte, notamment dans sa branche actionnariale, des éléments issus de la théorie des coûts de transaction, de la théorie des droits de propriété et de la théorie de l'agence. Bien que ces théories poursuivent des objectifs parfois proches, leur manière de les appréhender est, cependant, bien différente.

Dans la section suivante, nous nous appuierons sur la théorie de l'agence et ici, plus particulièrement, sur sa branche positive. Afin de réduire les divergences d'intérêt, provoquées par une délégation des pouvoirs de gestion à des agents qui ne subissent pas directement les effets de leurs décisions, cette approche théorique propose un certain nombre de mesures incitatives et disciplinaires, susceptibles de contraindre la latitude des dirigeants.

À ce propos, la théorie accorde une attention particulière au conseil d'administration en tant que mécanisme central du contrôle interne d'une société cotée. Dans la mesure où les liens personnels se forment *via* le conseil d'administration – d'où, d'ailleurs, leur dénomination de liens interconseils – la théorie positive de l'agence permettra donc notamment de traiter ce type de relations interfirmes. Les explications qu'elle fournit serviront à mieux comprendre tant le rôle que les liens basés sur l'échange d'administrateurs jouent au sein de l'organe de contrôle, que leur incidence sur le processus de création de valeur dans l'entreprise.

Nous commencerons nos développements par un résumé des principales caractéristiques de la branche positive de la théorie de l'agence (sous-section 1.1). Après, nous évoquerons, plus particulièrement, le rôle du conseil d'administration en tant que mécanisme majeur du contrôle interne d'une société, ainsi que les facteurs-clés susceptibles d'influencer son efficacité (sous-section 1.2). Cette analyse du conseil d'administration nous permettra, par la suite, d'aborder, de façon plus détaillée, le rôle des liens personnels interfirmes (sous-section 1.3). À ce titre, nous mettrons notamment en évidence les arguments positifs et négatifs que l'approche financière propose pour expliquer le rôle des liens interconseils et les conséquences potentielles de l'échange de mandataires sociaux. Cette présentation nous permettra de mieux analyser, dans la section 2, les études empiriques qui ont été menées pour explorer les conséquences des liens personnels sur la capacité d'une firme à créer de la valeur pour les actionnaires.

1.1 La théorie positive de l'agence

Parmi les nombreuses approches employées dans le domaine de la gouvernance, la théorie de l'agence montre une prédominance remarquable. De fait, depuis près d'un quart de siècle, cette théorie constitue l'une des grilles de lecture les plus souvent mobilisées pour appréhender l'efficacité des organisations. Les origines de la théorie de l'agence sont généralement associées à l'ouvrage fondamental de BERLE / MEANS (1932).²⁰⁶ Or, les problèmes engendrés par une délégation des pouvoirs décisionnels firent déjà longtemps auparavant l'objet de nombreuses considérations politico-économiques. Ainsi, ce phénomène se retrouve déjà dans les réflexions très anciennes d'Adam SMITH (2000 [1776]). Dans son œuvre maintes fois citée, cet auteur cherche à démontrer les effets de la division du travail et de la progression du commerce international sur la richesse des nations. L'essor important que connût l'activité économique à cette époque s'expliqua notamment par l'émergence massive des sociétés de capitaux. C'est par leur intermédiaire que furent abordés, pour la première fois, les problèmes causés par la délégation de la direction d'une firme à des agents non propriétaires, ainsi que les pertes d'efficience, dues aux divergences d'intérêts qui en découlent.²⁰⁷

L'originalité de l'analyse de BERLE / MEANS (1932) a consisté à reprendre la problématique des relations conflictuelles au vu du remarquable essor que connût l'économie américaine au début du XX^e siècle. Selon les auteurs, l'industrialisation aurait nécessité des investissements tels que les entreprises ne pouvaient assurer le financement qu'à travers une ouverture de leur capital. Ceci ne resta pas sans effet sur les structures de propriété.²⁰⁸ Ainsi, l'émergence des grandes sociétés à actionnariat très fragmenté aurait suscité une séparation quasi-complète des fonctions de propriété et de décision, initialement réunies entre les mains de l'entrepreneur.²⁰⁹ Ce démembrement de la propriété aurait conduit à la naissance d'un système de pouvoir au sein duquel les intérêts entre dirigeants et propriétaires pouvaient sensiblement

²⁰⁶ Pour un résumé de la théorie de l'agence, cf. par exemple CORIAT / WEINSTEIN (1995, pp. 93-107). Une analyse critique des résultats de BERLE / MEANS (1932) se trouve notamment chez ZEITLIN (1974).

²⁰⁷ Cf. SMITH (2000 [1776], p. 768) : « Il ne faut cependant pas s'attendre à ce que les administrateurs de ces compagnies [à participation], gérant de la monnaie d'autrui plutôt que de la leur, y apportent autant de vigilance soucieuse qu'en apportent souvent à la leur les partenaires d'une *copartenary* privée. [...] La négligence et la prodigalité, par conséquent, règnent nécessairement toujours, plus ou moins, dans la gestion des affaires de ce genre de compagnie ».

²⁰⁸ Fin 1929, 44 % des 200 plus grandes firmes se trouvaient ainsi sous contrôle *managérial*, tandis que seulement 11 % des firmes disposaient d'un actionnaire majoritaire (*Ibid.*, pp. 84-116).

²⁰⁹ Selon CHARREAUX (2006, p. 298), la terminologie empruntée par BERLE / MEANS (1932) peut prêter à confusion. Dans leur ouvrage, ces deux auteurs (*Ibid.*, p. 7) parlent de séparation entre « *ownership* » et « *control* ». Si la première notion comprend la fonction de l'assomption du risque et la surveillance, toutes deux à la charge des actionnaires, le terme de « *control* » renvoie, lui, au pouvoir décisionnel des dirigeants. Or, dans la terminologie française, la notion de « contrôle » est le plus souvent associée à la surveillance. Pour éviter toute confusion, il semble donc préférable de parler d'une séparation des fonctions de propriété et de décision.

diverger.²¹⁰ Ainsi, les propriétaires auraient assisté, au cours du temps, à une diminution de leur pouvoir de décision et, du côté de la surveillance, n'auraient disposé – à l'exception de quelques mesures juridiques isolées, prévues en cas d'erreurs graves de gestion des dirigeants – que d'un moyen de sanction ultime : la vente de leurs parts de capital. En conséquence, les actionnaires n'auraient fini par conserver de la propriété qu'un droit de surveillance très formel, tandis que la substance de cette propriété aurait été transmise à un groupe qui, en exerçant le pouvoir décisionnel, paraissait globalement échapper à leur influence. Selon les auteurs précités, ce transfert de pouvoir au profit des dirigeants nécessite une reconsidération du rôle du propriétaire individuel, qui réunit tous les attributs de la propriété (décision et surveillance). En effet, celui-ci se serait finalement transformé en un simple fournisseur de capital, ce qui le rapproche du statut des obligataires et des bailleurs de fonds.

Au vu de cette évolution, BERLE / MEANS (1932, pp. 293-313) plaident en faveur d'une reconsidération du rôle de l'entreprise elle-même.²¹¹ En effet, les actionnaires n'exerçant plus la composante active de la propriété, à savoir le pouvoir décisionnel, ils ne peuvent plus prétendre à s'approprier la totalité du profit. Par ailleurs, la primauté d'un groupe restreint de dirigeants, s'enrichissant en contrôlant des actifs économiques très importants, ne serait pas non plus politiquement souhaitable. Inspirés par les analyses de l'industriel politique allemand Walther RATHENAU, les auteurs prônent ainsi un élargissement de l'objectif de la firme. Ayant développé au vu des externalités qu'elles génèrent – plutôt une nature « macro », la grande entreprise aurait ainsi vocation à tenir compte des contributions de l'ensemble des parties prenantes et, par conséquent, à se retrouver *in fine* au service des intérêts de la Société. Notons enfin qu'au regard des conclusions de BERLE / MEANS (1932), il apparaît très surprenant que leurs explications constituent, pour bon nombre d'études menées en gouvernance, le point de départ d'une théorie – mieux connue sous le nom de « *Shareholder Value Theory* » – justifiant une gestion de la firme, dictée par les seuls intérêts des actionnaires.

²¹⁰ Cf. BERLE / MEANS (1932, pp. 7-8) : « *The separation of ownership from control produces a condition where the interests of owner and of ultimate manager may, and often do, diverge, and where many of the checks which formerly operated to limit the use of power disappear. [...] [The quasi-public corporation] has destroyed the unity that we commonly call property – has divided ownership into nominal ownership and the power formerly joined to it. [...] [From this] has resulted the dissolution of the old atom of ownership into its component parts, control and beneficial ownership* ».

²¹¹ Cf. BERLE / MEANS (1932, p. 293) : « *The shifting relationships of property and enterprise in American industry [...] raise in sharp relief certain legal, economic, and social questions which must now be squarely faced. Of these questions the greatest is the question in whose interests should the great quasi-public corporations [...] be operated. [...] The extensive separation of ownership and control, and the strengthening of the powers of control, raise a new situation calling for a decision whether social and legal pressure should be applied in an effort to insure corporate operation primarily in the interests of the 'owners' or whether such pressure shall be applied in the interests of some other or wider group* ».

La problématique de la délégation des pouvoirs de décision et de contrôle dans le cadre des relations de coopération a été qualifiée par JENSEN / MECKLING (1976, p. 308) de « relation d'agence ».²¹² Dans leur article fondateur, ces derniers entendent par cette notion « [...] *a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent* ». Bien que le concept d'agence soit souvent mobilisé pour rendre compte des conflits d'intérêt au sein des sociétés de capitaux, les auteurs (*Ibid.*, p. 309) tiennent à préciser que la problématique en soi n'est pas limitée à ce mode organisationnel spécifique, mais peut être associée à toute forme de coopération entre agents.

L'existence d'une telle « relation conflictuelle » constitue l'élément-clé de la théorie de l'agence. Principalement développée par JENSEN / MECKLING (1976), FAMA (1980) et FAMA / JENSEN (1983a, b), cette théorie part du principe que toute relation de coopération économique – en raison de l'existence d'intérêts divergents entre les acteurs y participants – suscite des conflits dont les coûts réduisent, voire annulent, les avantages qu'une telle collaboration est susceptible de générer.²¹³ L'ambition de l'approche consiste alors à développer des mesures permettant d'atténuer ces coûts. À ce propos, JENSEN (1983) distingue deux branches : la théorie normative et la théorie positive de l'agence. La première, de nature très formalisée, vise à élaborer, à travers la représentation des préférences des acteurs, la nature de l'incertitude et la structure informationnelle, les mécanismes contractuels permettant de réduire directement les coûts conflictuels. La seconde s'écarte de cette optique normative dans la mesure où elle cherche à expliquer, *via* divers mécanismes contractuels et de contrôle, le rôle des formes organisationnelles en tant que modes de réduction des coûts induits.²¹⁴

Pour mettre en lumière le rôle des liens personnels dans une perspective disciplinaire de la gouvernance, nous nous appuierons, ci-après, sur la théorie positive de l'agence. Celle-ci permet d'appréhender le thème des liens interconseils dans la mesure où elle étudie, plus particulièrement, la relation entre dirigeants et actionnaires. Avant de la décrire dans ses grandes lignes, nous présenterons brièvement les hypothèses générales de la théorie de l'agence.

²¹² Précisons que la notion « relation d'agence » relève initialement d'une analyse, très formalisée, menée au début des années 1970 par ROSS (1973). Cet auteur développe, quelques années plus tard seulement, le fameux modèle d'arbitrage pour évaluer les coûts des actifs financiers (*Arbitrage Pricing Theory*).

²¹³ Cf. JENSEN / MECKLING (1976, p. 308) : « *If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal* ».

²¹⁴ Cf. notamment JENSEN / MECKLING (1976, pp. 309-310) et JENSEN (1983, pp. 334-335). La branche normative est également connue par la notion de « *principal-agent* » (*Ibid.*, p. 334). Pour une description très détaillée de la branche positive de la théorie de l'agence, de ses apports quant à la recherche en gouvernance et de ses prolongements, cf. aussi CHARREAUX (1987, 1999, 2008).

La théorie de l'agence prolonge le courant néoclassique dont elle adapte les hypothèses de base de façon à répondre aux nombreuses critiques qui lui ont été adressées dans le passé. Ainsi, elle admet une rationalité calculatoire limitée de l'*homo oeconomicus*. Celui-ci agit intentionnellement sur la base d'un « calcul » – la maximisation de son utilité personnelle – et anticipe, sans biais, les conséquences de ses relations économiques par rapport aux futurs résultats attendus. Or, pour faire des anticipations, l'individu ne dispose que d'informations imparfaites sur le comportement des autres acteurs (CHARREAUX, 1999, pp. 65-74).

La plus grande originalité de la théorie de l'agence consiste certainement dans le fait qu'elle inclut les principes précités dans une vision novatrice : l'appréhension de l'activité économique dans une perspective contractuelle. Les origines de cette approche remontent aux travaux de COASE (1937). Cet auteur explique la présence des firmes par l'incapacité du marché – en raison de l'existence de coûts liés à la recherche d'information, à la négociation et à l'exécution et la surveillance – d'assurer l'intégralité des transactions nécessaires pour produire les biens demandés.²¹⁵ Dans une telle perspective, toute organisation est considérée comme un « nœud de contrats » : un système contractuel spécifique qui comprend l'ensemble des accords interindividuels établis, et qui reflète les « règles du jeu » au sein d'une organisation (JENSEN / MECKLING, 1976, pp. 310-311 ; FAMA, 1980, FAMA / JENSEN, 1983a, pp. 301-303).²¹⁶ Chaque organisation constitue ainsi une « fiction légale » qui réunit l'ensemble des rapports contractuels conclus entre les différentes parties prenantes.²¹⁷

Néanmoins, la poursuite de cette logique conduit à une conséquence radicale : la disparition de la firme.²¹⁸ En effet, s'il n'existe qu'un amas de relations juridico-financières, l'entreprise ne dispose pas de motivations propres. Dès lors, toute tentative pour définir ses objectifs ou identifier ses frontières n'a plus de sens. La firme semble alors chargée de ramener à l'équilibre un nexus de relations interindividuelles, ce qui la fait apparaître comme un marché (ALCHIAN / DEMSETZ, 1972, p. 795 ; JENSEN / MECKLING, 1976, p. 311).²¹⁹

²¹⁵ Les idées coasiennes ont été reprises par WILLIAMSON (1985) pour développer la « théorie des coûts de transaction » qui, outre la théorie de l'agence, est à la base de la « Nouvelle Économie Institutionnelle ».

²¹⁶ L'importance des relations contractuelles a été déjà reconnue par ALCHIAN / DEMSETZ (1972). Toutefois, ces auteurs limitent leur analyse aux nécessités de contrôle des entreprises caractérisées par le travail en équipe.

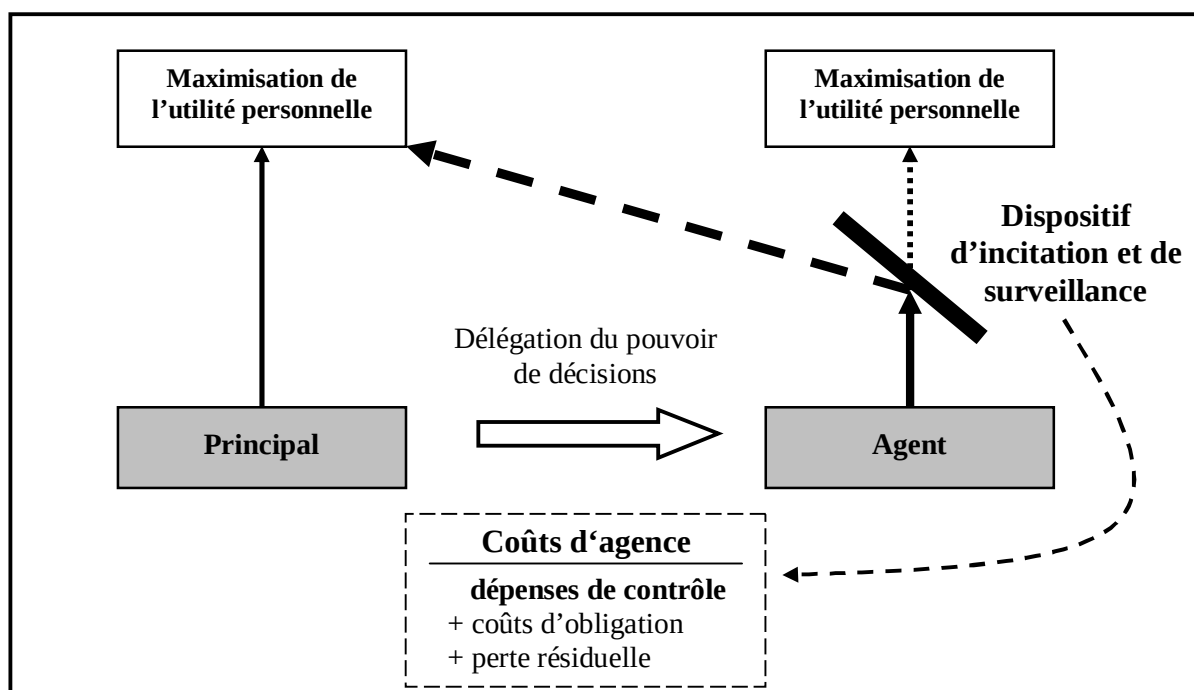
²¹⁷ Cf. JENSEN / MECKLING (1976, p. 310) : « [...] *most organizations are simply legal fictions which serve as a nexus for a set of contracting relationships among individuals* ».

²¹⁸ Précisons que ce raisonnement ne concerne *stricto sensu* que la vision de FAMA (1980). Le modèle de nœud de contrats peut également être appréhendé dans une vision constitutionnaliste où la firme continue à être traitée d'entité qui définit les conditions des relations économiques établies *via* la firme. À ce titre, cf. notamment GOLDBERG (1989, pp. 17-18) et VANBERG (1994, pp. 131-135).

²¹⁹ Précisons que pour ALCHIAN / DEMSETZ (1972) la firme existe parce qu'elle permet, à travers le travail en équipe, de générer des revenus dépassant les contributions respectives des facteurs de production dans une utilisation distincte, l'hypothèse sous-jacente étant que les flux d'informations obtenus par le dirigeant à travers ses relations contractuelles avec les différents acteurs permettent d'améliorer – *via* une meilleure discipline – l'efficacité. Dès lors, la firme apparaîtrait comme un marché privé efficient – c'est-à-dire réduit aux acteurs composant la firme – qui, en offrant des informations moins chères sur les facteurs de production, s'opposerait notamment au marché public (*Ibid.*, pp. 794-795).

La perspective contractuelle se prête notamment à l'appréhension d'une des formes organisationnelles les plus abordées par la recherche en gestion : la société de capitaux. D'après JENSEN / MECKLING (1976, p. 311), celle-ci représente « [...] *one form of legal fiction which serves as a nexus for contracting relationships and which is also characterized by the existence of divisible residual claims on the assets and cash flows of the organization which can generally be sold without permission of the other contracting individuals* ». Avant de nous interroger sur les caractéristiques des rapports contractuels au sein des sociétés par actions, il nous semble judicieux d'expliquer, à partir d'une perspective générale, les circonstances donnant lieu à l'émergence de relations conflictuelles.

Figure 15 : Problématique de l'agence selon JENSEN / MECKLING (1976)



Source : notre propre graphique

La séparation entre les pouvoirs de décisions et de contrôle se trouve à l'origine de ce que JENSEN / MECKLING (1976, pp. 308-311) qualifient de problématique d'agence (figure 15). Pour des raisons de complexité, le principal (mandant) délègue les compétences *managériales* à un agent (mandataire) et se contente d'assumer la fonction de propriété (ou plus précisément la fonction de surveillance). Or, ce transfert de droits décisionnels ne reste pas sans conséquences. En effet, la propension supposée de chacune des parties à maximiser son utilité personnelle provoque des divergences d'intérêts ayant pour résultat que l'agent n'agit pas forcément dans chaque situation conformément aux attentes du principal.

Les divergences d'intérêt reposent principalement sur trois motifs : la composition du patrimoine, l'horizon décisionnel et les prélèvements privés des dirigeants (CHARREAUX, 1997, pp. 144-145). Si les actionnaires, en diversifiant leurs portefeuilles, parviennent à limiter le risque encouru et attendent, en conséquence, de chacun de leurs investissements individuels un maximum de rentabilité, le patrimoine du dirigeant, composée de sa richesse financière et de son capital humain, dépend, lui, principalement de la performance de la firme (FAMA, 1980, pp. 291-292). Le dirigeant ne pouvant guère diversifier son risque, il a ainsi tendance à entreprendre des projets moins risqués et sous-optimaux du point de vue des actionnaires. Par ailleurs, leurs horizons temporels respectifs peuvent sensiblement diverger. Alors que celui du dirigeant se limite généralement à la durée anticipée de son mandat, l'horizon des actionnaires, selon les hypothèses habituelles de la théorie financière, paraît *a priori* infini, notamment en raison de la possibilité de céder, à tout moment, leurs actions sur le marché.²²⁰ Enfin, la propension des dirigeants à extraire des richesses à des fins privées, ou à réaliser des investissements prestigieux mais peu rentables, représente une troisième source de conflits qui peut prendre des dimensions non négligeables.²²¹

Les motivations divergentes entre actionnaires et gestionnaires conduisent ces derniers à prendre des décisions leur permettant sinon d'améliorer, tout au moins de sécuriser leur position professionnelle et les avantages qui en dépendent. Les mesures prises à cette fin sont généralement qualifiées de stratégies « d'enracinement » (*entrenchment*).²²² Ainsi, un dirigeant tend à privilégier des investissements dont la réussite est fortement fonction de ses propres compétences et connaissances, autrement dit, qui requièrent sa présence à la direction de l'entreprise. Le caractère spécifique des investissements lui permet, non seulement, de rendre son remplacement plus coûteux, mais aussi d'obtenir une meilleure rémunération et d'élargir sa marge de manœuvre (SHLEIFER / VISHNY, 1989). Outre l'aspect de spécificité, EDLIN / STIGLITZ (1995) prétendent que les dirigeants, pour sécuriser leurs emplois, peuvent aussi investir dans des projets « opaques » à importantes asymétries d'information et dont le contrôle et l'évaluation s'avèrent difficiles. Ici, l'idée consiste alors à décourager la concurrence et à inhiber le recrutement de candidats potentiellement dangereux pour le dirigeant en place.

²²⁰ Au sujet de l'horizon temporel des dirigeants, CHARREAUX (1997, p. 145) renvoie aux travaux de DECHOW / SLOAN (1991) qui trouvent que les dépenses en recherche et développement ont tendance à baisser au fur et à mesure que le *CEO* s'approche de la retraite. La retraite du *CEO* étant notamment déterminée lors des dernières années de fonction, celui-ci semble ainsi être incité à augmenter sa rémunération variable.

²²¹ Cf. MARRIS (1964), JENSEN / MECKLING (1976), JENSEN (1986) et GROSSMAN / HART (1988). Pour une illustration récente de l'impact des bénéfices privés sur la performance, cf. YERMACK (2006).

²²² Cf. SHLEIFER / VISHNY (1989, p. 123) : « [...] *managers counter disciplinary forces by entrenching themselves, that is, by making themselves valuable to shareholders and costly to replace* ». Notons toutefois que le sujet de l'enracinement était déjà indirectement abordé chez JENSEN / MECKLING (1976, pp. 328-329). Pour une analyse des stratégies d'enracinement des dirigeants français, cf. PIGÉ (1998).

Un troisième inconvénient s'ajoute aux deux précédents : la forte fragmentation du capital dans bon nombre d'entreprises et la passivité des actionnaires qui en résulte. De fait, au sein d'une société *managériale* – qui constitue habituellement l'objet d'analyse privilégié de la théorie de l'agence – l'actionnaire individuel n'a aucune incitation à assurer le contrôle de la direction. Dans la mesure où les coûts individuels qu'il subit en assurant une surveillance active dépassent largement sa part des bénéfices associée à ce contrôle, toute renonciation paraît rationnelle. Si tous les acteurs anticipent que les autres actionnaires s'occuperont du contrôle (*free-riding*) cela peut déboucher *in fine* sur un contrôle insuffisant des dirigeants (GROSSMAN / HART, 1980, pp. 42-43 ; EASTERBROOK / FISCHER, 1983, p. 402).

Le constat d'une baisse de la surveillance dans le cas d'une firme à actionnariat dispersé permet d'identifier l'un des facteurs déterminants de la dimension des conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants : la répartition du capital. Ainsi, JENSEN / MECKLING (1976, pp. 313-323) prétendent qu'il existe une relation inverse entre la part du capital détenue par le dirigeant et l'intensité du conflit. Leur raisonnement repose sur l'hypothèse d'une convergence des intérêts. Ainsi, une participation financière du dirigeant dans l'entreprise tend à diminuer les divergences et est censée conduire à une meilleure performance.

L'argument selon lequel l'intéressement du dirigeant au capital fait converger les différents objectifs des acteurs est notamment contesté par DEMSETZ (1983). Cet auteur postule que la structure de propriété constitue le résultat endogène d'un processus d'optimisation, basé sur les divers avantages et désavantages de coûts de la firme.²²³ Par conséquent, il conclut à la neutralité de la structure de capital par rapport à la performance. Enfin, il existe un troisième point de vue, notamment développé par MORCK *et al.* (1988), selon lequel l'effet sur la performance paraît fonction du niveau de la participation au capital. Ces auteurs trouvent une convergence des intérêts pour des pourcentages faibles et élevés. En revanche, la relation s'inverse dans la zone intermédiaire où le dirigeant semble pouvoir contourner les contraintes disciplinaires. Au vu de ces raisonnements différents, il ne paraît pas surprenant que, malgré leur nombre important, les études empiriques fournissent des résultats peu concluants. En effet, selon les travaux retenus, chacune des hypothèses peut être validée.²²⁴

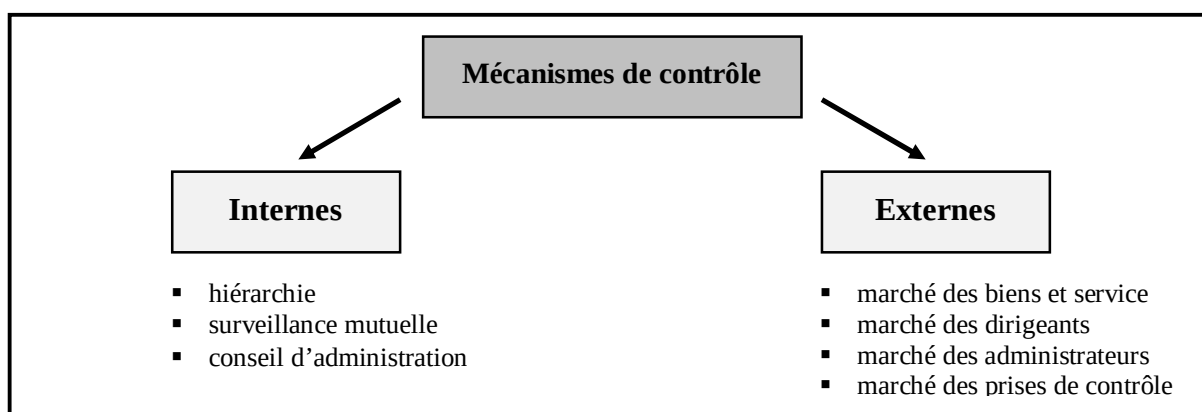
²²³ Cf. DEMSETZ (1983, p. 384) : « *The structure of ownership is an endogenous outcome of competitive selection in which various cost advantages and disadvantages are balanced to arrive at an equilibrium organization of the firm* ».

²²⁴ Alors que HILL / SNELL (1989) confirment la thèse de la convergence des intérêts, DEMSETZ / LEHN (1985), HOLDERNESS / SHEEHAN (1988), MIKKELSON / PARTCH (1989) et CHARREAUX (1991) ne trouvent aucune liaison entre la structure de propriété et la performance. Enfin, MORCK *et al.* (1988), WRUCK (1989), McCONNELL / SERVAES (1990), HERMALIN / WEISBACH (1991) et BARNHART / ROSENSTEIN (1998) font ressortir une relation non linéaire, parlant plutôt en faveur de la thèse de l'enracinement.

Comme nous l'avons évoqué ci-dessus, la délégation des pouvoirs de décision entraîne une situation conflictuelle entre dirigeants et actionnaires. Dans un monde avec information parfaite, ce conflit serait facile à résoudre. De fait, il suffirait de concevoir des contrats – complets – qui tiennent compte de toutes les éventualités possibles, et de définir, pour chaque situation, les mesures à entreprendre par l'équipe dirigeante. Néanmoins, dans la réalité, l'évolution économique ne peut être totalement prévue. Dès lors, les contrats conclus sont forcément incomplets (GROSSMAN / HART, 1986 ; HART / MOORE, 1990).

Les divergences d'intérêt étant une conséquence incontournable de l'information imparfaite, il s'agit donc de minimiser leur ampleur. À ce propos, le principal se sert d'un dispositif complémentaire : l'incitation et la surveillance. D'une part, il essaie d'adapter la rémunération de l'agent de manière à ce que celui-ci soit intentionnellement enclin à concentrer ses efforts sur la création de valeur, ce comportement lui permettant de s'approprier directement une partie de la richesse créée. Ce levier regroupe généralement toute forme d'intéressement au bénéfice. D'autre part, le principal cherche à établir des mesures de contrôle (*monitoring*) ayant pour objectif d'empêcher l'agent d'agir à l'opposé des intérêts du mandant. À ce titre, on distingue les mécanismes de contrôle internes et externes (figure 16).

Figure 16 : Mécanismes de contrôle internes et externes



Source : notre propre graphique

Les mécanismes de contrôle internes regroupent la hiérarchie, la surveillance mutuelle à tout niveau de l'organisation et le conseil d'administration (FAMA, 1980 ; FAMA / JENSEN, 1983a). Quant aux mécanismes externes, ils comprennent principalement le marché des biens et services (DEMSETZ, 1983 ; HART, 1983), le marché des cadre-dirigeants et celui des administrateurs (FAMA, 1980 ; FAMA / JENSEN, 1983a), ainsi que le marché des prises de contrôle (MANNE, 1965 ; JENSEN / RUBACK, 1983 ; MORCK *et al.*, 1989).

Si le recours à des « outils d'alignement » semble *a priori* une mesure efficace pour orienter le comportement de l'agent, il présente, cependant, l'inconvénient de nécessiter des dépenses du côté du principal. Par ailleurs, celles-ci ne constituent pas les seuls coûts que les parties contractuelles sont susceptibles de supporter. Ainsi, JENSEN / MECKLING (1976, p. 308) résument, sous le terme de « coûts d'agence », trois sortes de dépenses : celles pour la surveillance et l'incitation, les « coûts de dédouanement » et la « perte résiduelle ».²²⁵ Outre la première catégorie, le principal peut payer l'agent pour engager des dépenses signalant que ce dernier n'a pas l'intention de dévier des intérêts du mandant (*bonding expenditures*). Enfin, la « perte résiduelle » reflète la différence de revenu entre la gestion effective et celle qui aurait résulté d'un comportement de maximisation de l'utilité personnelle du principal, plus précisément celle qui aurait été obtenue en cas d'absence de conflits d'intérêts (optimum de premier rang).²²⁶

Rappelons que l'ambition de la théorie positive de l'agence consiste à expliquer l'existence parallèle de différentes formes organisationnelles. Au sujet de leur efficacité, les mécanismes de contrôle et d'incitation constituent le levier principal. Néanmoins, dans leur analyse, JENSEN / MECKLING (1976) se focalisent majoritairement sur les conflits entre dirigeants et actionnaires qu'ils cherchent à surmonter en contraignant le *management* à agir conformément aux attentes de ces derniers.²²⁷ Or, la focalisation sur les intérêts des actionnaires soulève la question de leur légitimité, *a fortiori* si il existe également des conflits avec d'autres contractants. Pour justifier l'orientation explicite sur les apporteurs de fonds propres, la théorie mobilise principalement deux arguments : la détention des « créances résiduelles » et la répartition des pouvoirs quant aux prises de décisions et à leur contrôle.

À l'instar de FAMA (1980, p. 291) et FAMA / JENSEN (1983a, pp. 302-303 ; 1983b, pp. 328-331), les rapports contractuels de la quasi-totalité des acteurs se caractérisent par une détermination préalable de leurs rémunérations, ce qui limite le risque encouru par ceux-ci. Il n'y a que pour le groupe d'acteurs détenant les droits d'appropriation du revenu net (*free cash flow*) que cela n'est pas le cas. De fait, ces acteurs se voient exposés au « risque résiduel », qui est défini comme la différence entre les revenus de la firme, soumis à une évolution aléatoire, et les rémunérations fixées *ex ante* des autres contractants. C'est ainsi qu'ils sont dénommés « créanciers résiduels » (*residual claimants*). L'hypothèse de l'assomption du risque résiduel par un seul groupe d'agents est censée être avantageuse pour l'organisation puisqu'elle permettrait de réduire tant les coûts liés au contrôle par les autres acteurs, que ceux qui auraient résulté de l'adaptation de leurs contrats en cas de variation du risque supporté.

²²⁵ A noter que l'émergence des coûts ne nécessite pas forcément l'existence d'une relation d'agence, mais peut aussi être le résultat d'une simple situation de coopération. Cf. JENSEN / MECKLING (1976, p. 309).

²²⁶ Cette dernière forme représente donc les coûts d'opportunité d'une délégation des pouvoirs décisionnels.

²²⁷ De plus, JENSEN / MECKLING (1976, pp. 333-343) abordent également le conflit dirigeants - créanciers.

La répartition des pouvoirs décisionnels au sein d'une entreprise constitue le second facteur déterminant la structure organisationnelle choisie. Au sujet du processus de décision, FAMA / JENSEN (1983a, p. 303) distinguent quatre étapes différentes : l'initiation, la ratification, la mise en œuvre et la surveillance. Tandis que l'initiation et la mise en œuvre constituent la fonction de gestion, la ratification et la surveillance sont regroupées sous la fonction de contrôle. Il s'avère que l'efficacité des dites fonctions dépend notamment du mode de leur combinaison, mais également de la nature des organisations.

Ainsi, pour les organisations dites non complexes, la structure la plus efficiente paraît être une concentration des pouvoirs de décision et de contrôle dans les mains d'un nombre réduit d'agents, qui assument parallèlement l'intégralité du risque résiduel.²²⁸ De fait, dans ce type d'organisation, les connaissances spécifiques permettant de prendre les bonnes décisions *managériales* sont généralement réparties entre un nombre restreint de personnes. Par conséquent, il est préférable de concentrer les fonctions de gestion et de contrôle dans leurs mains. Néanmoins, dans ce cas, les créanciers résiduels de l'entreprise n'auraient que peu de possibilités de se prémunir contre un comportement opportuniste des gestionnaires dont le pouvoir d'influence est considérablement renforcé. Pour minimiser les problèmes d'agence inhérents, une attribution des droits résiduels aux décideurs paraît donc la meilleure solution. Bien que celle-ci présente l'inconvénient de renoncer aux avantages d'un partage du risque résiduel *via* une diversification des portefeuilles d'actifs et des compétences, elle paraît toutefois avantageuse, tant que les bénéfices issus de la combinaison des fonctions de gestion et de contrôle excèdent l'ensemble des coûts d'agence liés à la séparation fonctionnelle.

En revanche, au niveau des grandes organisations, une stricte dissociation entre les fonctions de décision et de contrôle se prête mieux à la résolution du conflit induit par la séparation entre la gestion effective et l'assomption du risque. En effet, ce type organisationnel se caractérise normalement par une dispersion importante des connaissances spécifiques à tous les niveaux de l'entreprise. Par ailleurs, les créances résiduelles étant généralement réparties sur un nombre important d'agents économiques, une implication de l'ensemble de ces derniers dans le processus de décision serait très coûteuse. Dès lors, pour réduire les coûts d'agence qui résulteraient d'une telle situation, il est plus efficace d'attribuer la fonction de gestion à un groupe restreint de personnes ayant les meilleures connaissances, et de confier leur contrôle à un autre groupe d'agents (FAMA / JENSEN, 1983a, pp. 304-315, 1983b).

²²⁸ FAMA / JENSEN (1983a, p. 305) séparent les organisations selon la répartition des informations utiles pour prendre les décisions de gestion, en complexes et non complexes. Bien qu'il semble exister une relation positive entre la taille et la complexité, cette distinction ne semble, cependant, pas toujours évidente.

Les explications précédentes nous ont permis de mettre en lumière l'apport principal de la théorie positive de l'agence qui consiste à expliquer la coexistence de plusieurs formes organisationnelles. À travers l'analyse des sociétés par actions, cette approche parvient ainsi à démontrer que, sous certaines conditions, la séparation des fonctions de décision et de contrôle constitue une forme organisationnelle efficiente. L'argumentation repose sur le principe de sélection naturelle. Celui-ci postule, qu'à terme, seules les formes organisationnelles à même de réduire au mieux les coûts d'agence survivent. Elles y parviennent grâce au choix d'un mode de combinaison des fonctions de gestion et de contrôle, adapté aux caractéristiques de l'organisation, à une bonne prise en compte de l'assomption du risque, ainsi qu'au bon fonctionnement des différents mécanismes de contrôle. Autrement dit, les formes organisationnelles survivantes permettent d'assurer les transactions à moindre coût (FAMA, 1980; FAMA / JENSEN, 1983a ; CORIAT / WEINSTEIN, 1995, p. 104).

Malgré l'apport important de la théorie positive de l'agence pour justifier l'existence de différentes formes organisationnelles, cette approche a fait l'objet, bien évidemment, d'un certain nombre de critiques, concernant notamment la nature de l'entreprise, l'irréalisme de certaines hypothèses et la notion d'efficience qu'elle retient. Pour terminer notre sous-section, nous présenterons brièvement les principales critiques faites à ce modèle théorique.

Pour répondre aux critiques traditionnelles adressées au courant néoclassique, la théorie de l'agence appréhende la firme à partir d'une perspective microéconomique qui cherche à tenir compte des imperfections et asymétries d'information. Néanmoins, le procédé fondé sur l'individualisme méthodologique dans une version relativement extrême réduit l'image de l'organisation à un nœud de rapports contractuels, souvent de nature bilatérale, destinés à régir les différentes relations entre les acteurs participants. En revanche, certains aspects restent inexplicables : l'existence de formes collectives complexes, la hiérarchie entre les agents ou encore leur pouvoir de négociation.²²⁹ Par ailleurs, l'approche suppose une nature exogène de certaines variables fondamentales telles que les préférences des agents, la technologie et la dotation initiale en facteurs. Enfin, le modèle ne s'interroge pas sur le lien entre la connaissance spécifique et les avantages concurrentiels consécutifs pour certains types organisationnels (CORIAT / WEINSTEIN, 1995, pp. 102-107 ; CHARREAUX, 1999, pp. 132-135).

²²⁹ Pour une discussion de l'importance des pouvoirs, cf. BOWLES / GINTIS (1975, 1993) et REBITZER (1993). Néanmoins, la critique avancée par CORIAT / WEINSTEIN, 1995, p. 103 vis-à-vis de l'absence de tout rapport de pouvoir ou de hiérarchie semble ignorer qu'une relation d'agence provoque toujours, en raison des asymétries d'information, une certaine dépendance hiérarchique que la théorie même n'a, d'ailleurs, jamais explicitement contestée. De plus, la reconnaissance de l'existence de différences de pouvoir n'empêche pas l'analyse dans une perspective d'efficience.

1.2 Le rôle du conseil d'administration

Pour pouvoir mettre en lumière la façon dont les liens personnels interconseils sont appréhendés dans la perspective financière de la gouvernance, il convient d'étudier, d'abord, l'objet qui constitue le fondement de ce type de relation interentreprises dans cette perspective : le conseil d'administration. Considéré comme un élément essentiel du contrôle *managérial* dont l'efficacité influence sensiblement la création de valeur, celui-ci représente l'un des mécanismes de gouvernance les plus souvent étudiés par la recherche.²³⁰

Selon la théorie de l'agence, la séparation des pouvoirs de décision et de contrôle provoque une attitude opportuniste des dirigeants, potentiellement préjudiciable aux actionnaires. Or, ces derniers, en assumant le risque résiduel, réclament l'appropriation exclusive des bénéfices. Pour garantir une gestion de la firme conforme à leurs attentes, la théorie propose ainsi un dispositif incitatif et disciplinaire, visant à délimiter l'espace discrétionnaire des dirigeants. Ce dispositif comprend des mécanismes de contrôle externes et internes.²³¹

Au niveau du contrôle interne, le conseil d'administration occupe une, sinon la position centrale. Par délégation des actionnaires, il lui incombe d'assurer le contrôle de l'équipe dirigeante (FAMA, 1980, pp. 293-294 ; FAMA / JENSEN, 1983a, pp. 311-315). Plus précisément, il a vocation à nommer les dirigeants, à les révoquer ainsi qu'à fixer leurs rémunérations. La prééminence du contrôle relève de la nécessité de faire respecter les droits résiduels des petits porteurs qui, en raison de leur passivité rationnelle, permettent aux dirigeants de faire prévaloir leurs objectifs personnels. Il revient notamment au conseil d'administration de les en empêcher. Ce dernier apparaît ainsi comme un lieu de résolution des conflits.

L'efficacité du conseil d'administration paraît notamment fonction de sa composition. Pour régir au mieux les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires, il doit, en conséquence, comprendre des personnalités qualifiées. Dans le cas d'une structure organisationnelle moniste – la forme adoptée par la plupart des sociétés anonymes anglo-saxonnes et françaises – l'organe de contrôle se compose tant d'administrateurs internes qu'externes.²³² Selon FAMA (1980, p. 293) et FAMA / JENSEN (1983a, p. 314), la présence d'administrateurs internes dirigeants au conseil peut être avantageuse. En effet, ces personnes disposent généralement des meilleures informations concernant l'état de l'entreprise. Lorsqu'on admet, de surcroît, que ce

²³⁰ Pour une synthèse des travaux, cf. CHARREAUX / PITOL-BELIN (1990) et JOHNSON *et al.* (1996).

²³¹ Cf. également partie II, chapitre 2, section 1, point 1.1.

²³² Rappelons qu'en cas d'une structure duale, la présence d'administrateurs internes dirigeants au sein du conseil de surveillance est interdite. L'éventuelle présence de représentants des salariés, prévue par les réglementations sur la cogestion, n'enfreint pas cette règle, puisque ces personnes n'occupent pas de fonction exécutive.

type d'administrateurs est soumis au jeu de la concurrence interne des postes de direction, et que la réputation et la rémunération de ces administrateurs sont essentiellement déterminées sur le marché du travail des états-majors, les mandataires internes paraissent les mieux à même de garantir un contrôle effectif de l'équipe dirigeante.²³³

Néanmoins, leur simple présence dans l'organe de contrôle ne garantit pas en elle-même une gestion efficace. En effet, pour échapper aux contraintes concurrentielles, les administrateurs internes peuvent être enclins à s'entendre et à agir contre les intérêts des actionnaires. Afin d'éviter une neutralisation des mécanismes disciplinaires précités, la théorie propose alors de compléter l'organe de contrôle par des administrateurs externes, censés surveiller leurs homologues internes, occuper la fonction d'arbitre en cas de désaccords au sein de l'équipe dirigeante, et décider des questions fondamentales la concernant, telles que la rémunération de ses membres et leur éventuel remplacement. Leur discipline est, quant à elle, censée être assurée via le marché des administrateurs externes. Ainsi, ces mandataires exercent souvent, ou ont exercé par le passé, d'autres mandats. Cette multi-activité représente deux avantages. D'une part, les compétences acquises permettent de mieux contrôler les administrateurs internes. D'autre part, les mandats supplémentaires réduisent le risque de collusion avec ces derniers. En effet, dans l'objectif de maximiser leur réputation en tant qu'« experts du contrôle », les administrateurs externes sont incités à accomplir consciencieusement leurs tâches de surveillance. En d'autres termes, c'est donc la pression latente du côté du marché du travail externe des mandataires qui est censé discipliner ces derniers (FAMA / JENSEN, 1983a, pp. 311-315).

Si, jusqu'à aujourd'hui, d'innombrables travaux ont été menés sur la composition du conseil d'administration, son incidence sur l'efficacité de la surveillance et, *in fine*, sur la performance de l'entreprise, ne paraît, cependant, pas très claire.²³⁴ L'une des raisons expliquant la variété des résultats semble être le fait que la théorie positive de l'agence privilégie l'analyse de la firme *managériale* – caractérisée par une dissociation quasi complète des fonctions de décision et de contrôle – pour laquelle elle évoque, de façon détaillée, la nature et la fonction du conseil d'administration. Or, ces caractéristiques peuvent varier selon le degré de séparation fonctionnelle. Pour aborder ce problème, CHARREAUX / PITOL-BELIN (1985, 1997) distinguent trois

²³³ Cf. FAMA (1980, p. 293) : « *If there is competition among the top managers themselves [...], then perhaps they are the best ones to control the board of directors. [...] If they are also in competition for the top places in the firm, they may be the most informed and responsive critics of the firm's performance* ».

²³⁴ Alors que HERMALIN / WEISBACH (1988), WEISBACH (1988), ROSENSTEIN / WYATT (1990), CHARREAUX (1991), BRICKLEY *et al.* (1994), BEASLEY (1996), BOROKHOVICH *et al.* (1996), MAYERS *et al.* (1997), et DAHYA / McCONNELL (2005) montrent des effets positifs suite à la présence d'administrateurs externes, BAYSINGER / BUTLER (1985), CHAGANTI *et al.* (1985), HERMALIN / WEISBACH (1991), SHIVDASANI (1993), MIKKELSON / PARTCH (1997), KLEIN (1998) et BROWN / MALONEY (1999) ne trouvent pas de relation claire entre la composition de l'organe de contrôle et la performance de l'entreprise. En revanche, SINGH / HARIANTO (1989) et SUNDARAMURTHY *et al.* (1997) concluent plutôt de façon négative quant à l'incidence des administrateurs externes.

modalités de relation d'agence selon lesquelles ils définissent trois groupes de firmes : les sociétés *managériales*, contrôlées et familiales. À partir d'un échantillon de 102 entreprises, cotées à la Bourse de Paris en 1980, les deux auteurs trouvent que le rôle et la composition du conseil d'administration varient nettement entre ces trois formes.²³⁵ Ainsi, les firmes *managériales* se caractérisent par un organe de contrôle plus grand. Celui-ci comprend un pourcentage plus élevé d'administrateurs externes, cumulant, de surcroît, davantage de mandats. Par ailleurs, ils constatent une surveillance mutuelle plus développée et une plus forte rotation des titres sur le marché. Ajoutons qu'il n'y a que dans ce type d'entreprise que les dirigeants internes ne dominent pas l'organe de contrôle. En revanche, le rôle du conseil d'administration est différent dans les firmes familiales. De taille légèrement inférieure, il y est composé de moins de « contrôleurs » externes et les administrateurs cumulent moins de mandats. Quant au taux de rotation des titres, il est plus faible. À l'opposé des firmes *managériales*, le contrôle semble être davantage réalisé de façon interne. Enfin, les sociétés contrôlées par une autre firme occupent une position intermédiaire. Si les administrateurs cumulent aussi de nombreux mandats, la quote-part des mandataires externes y est moins élevée. Par ailleurs, le marché financier semble jouer un rôle moins important quant au contrôle, la capitalisation boursière de ces firmes étant significativement plus faible.

Depuis le milieu des années 90, les travaux ont davantage porté sur l'indépendance des administrateurs externes. Est habituellement entendue, par cette notion, l'absence d'une relation de quelque nature que ce soit avec l'entreprise et son équipe dirigeante, les définitions variant, toutefois, d'un pays à l'autre.²³⁶ Si l'on constate un affinement des analyses de la composition de l'organe de contrôle, les résultats restent, toutefois, le plus souvent, peu concluants.²³⁷ C'est notamment pour cette raison que plusieurs travaux récents tentent d'expliquer la composition du conseil d'administration *via* une analyse des déterminants socio-économiques tels que la complexité interne et externe de la firme ou les bénéfices et coûts de la surveillance (BOONE *et al.*, 2007 ; MARKARIAN / PARBONETTI, 2007 ; COLES *et al.*, 2008).

²³⁵ Par ailleurs, CHARREAUX / PITOL-BELIN (1997, p. 177) trouvent que seules 18 (17,6 %) des 102 entreprises retenues peuvent être classées de « *managériales* ». Ce résultat confirme l'argumentation de DEMSETZ (1983, p. 388). Dans son article, cet auteur cite une étude, menée par le magazine américain *Fortune*, et en conclut que la forme *managériale* semble plutôt l'exception que la règle aux États-Unis. Cet aspect a également pu être confirmé dans une étude récente de HOLDERNESS (2009).

²³⁶ Pour les diverses définitions de l'indépendance, cf. notamment *CADBURY-Report* (1992, paragraphe 4.12.), Rapport Viénot (1995, 2^e partie, point 2), Rapport Viénot II (1999, 3^{ème} partie, point II), Rapport Bouton (2002, 1^{ère} partie, point II), *Council of Institutional Investors* (2003, p. 18) et *Kodex* (2005, point 5.4.2).

²³⁷ De fait, à la différence de BYRD / HICKMAN (1992), COTTER *et al.* (1997), McWILLIAMS / SEN (1997) et HERMALIN / WEISBACH (1998) et DEL GUERCIO *et al.* (2003) qui confirment l'impact supposé positif des administrateurs externes indépendants, BARNHART / ROSENSTEIN (1998), SHIVDASANI / YERMACK (1999), DALTON *et al.* (1998) et BHAGAT / BLACK (1999, 2000) ne trouvent pas d'incidence claire. Par ailleurs, BYRD / HICKMAN (1992) et BHAGAT / BLACK (1999) révèlent, de façon similaire à l'étude de SUNDARAMURTHY *et al.* (1997), qu'une composition avec trop d'administrateurs externes indépendants peut s'avérer désavantageuse.

La diversité constatée des résultats empiriques paraît s'expliquer, en partie, par la notion même d'indépendance qui, en raison d'un manque de précision, laisse souvent place à une importante marge d'interprétation. Ainsi, le terme indépendance fait généralement référence à l'absence de relations personnelles et / ou commerciales avec la firme et sa direction, mais pas à l'existence de relations sociales entre les administrateurs-mêmes.²³⁸ Or, ces dernières peuvent également déterminer l'efficacité disciplinaire de l'organe de contrôle. Le problème de l'omission de certaines formes relationnelles peut être notamment constaté au niveau des liens personnels. Établis directement à travers l'organe de contrôle ou à travers la participation commune des administrateurs à des associations professionnelles, des clubs privés ou d'autres organisations, ces liens ne sont généralement pas pris en compte lors de l'évaluation de l'indépendance d'un administrateur, vraisemblablement en raison des difficultés à les identifier.²³⁹ Ceci peut provoquer des biais importants comme le montre l'exemple suivant.

Imaginons un administrateur qui n'entretient aucun lien familial, professionnel ou de capital avec la direction de l'entreprise dans laquelle il exerce un mandat de contrôle. Lorsque celui-ci siège parallèlement dans une firme externe où le dirigeant de la firme initiale occupe, lui-aussi, une fonction, on est confronté au paradoxe suivant : malgré une forte possibilité de s'entendre et d'échanger des informations qui peuvent déterminer le comportement de l'administrateur dans sa firme d'origine, ce dernier continu à être considéré comme formellement indépendant. Dans un cas extrême, une personne cumulant plusieurs mandats et rencontrant, dans chacune des sociétés, des représentants qu'elle connaît déjà *via* l'organe de contrôle de sa firme d'origine, passe *de facto* pour un administrateur indépendant, alors qu'un administrateur sans mandats supplémentaires, mais ascendant de la famille fondatrice de l'entreprise, est officiellement considérée comme dépendant. Néanmoins, le « cumulard » peut s'avérer *in fine* beaucoup plus dépendant que le représentant de la famille.

Notons, enfin, qu'outre la composition et l'indépendance que nous venons d'évoquer, de nombreux autres facteurs spécifiques peuvent, bien évidemment, influencer sur l'efficacité de l'organe de contrôle. Au sujet de ces éléments, les analyses empiriques se sont, toutefois, essentiellement préoccupées de variables « standards » telles que la taille du conseil d'administration (YERMACK, 1996 ; BROWN / MALONEY, 1998 ; CONYON / PECK, 1998 ; EISENBERG *et al.*, 1998), la fréquence des réunions annuelles (VAFEAS, 1999) ou la rémunération des administrateurs (PERRY, 1999 ; ADAMS, 2003 ; YERMACK, 2004 ; BRICK *et al.*, 2006).

²³⁸ Une exception constituent HWANG / KIM (2009) qui entendent, dans leur article, par « indépendance » tant une indépendance formelle que sociale. De surcroît, les auteurs montrent que les firmes dans lesquelles les deux critères sont respectés se caractérisent par des rémunérations *managériales* plus faibles ainsi que par des sensibilités plus fortes de la rémunération et du taux de départ à la performance.

²³⁹ En effet, pour pouvoir qualifier un administrateur « cumulard » d'indépendant, il faudrait vérifier l'absence de tout recoupement personnel entre les membres de l'organe de contrôle de la firme où il siège, et les entreprises où l'administrateur est également mandataire.

Au vu de la complexité des variables influençant l'efficacité du conseil d'administration, les résultats des innombrables travaux empiriques sont très disparates et ne permettent pas d'obtenir une image claire du fonctionnement de cette instance de contrôle. D'après CHARREAUX (2000, p. 9), ce fait s'explique par plusieurs raisons. D'une part, l'organe de contrôle ne représente qu'un outil parmi d'autres, destinés à discipliner l'équipe dirigeante. Dès lors, il peut intervenir soit de façon complémentaire, soit comme substitut à d'autres mécanismes de gouvernance, qu'ils soient de nature interne ou externe. À ce titre, c'est notamment la nature des organisations qui semble déterminer l'incidence du conseil d'administration sur l'efficacité du contrôle. Si le conseil paraît exercer, dans les sociétés à forte dispersion du capital, une fonction disciplinaire importante, ce rôle semble davantage assuré, dans les entreprises dont le capital est concentré dans les mains d'une famille, par l'actionnaire dominant. D'autre part, l'influence du conseil d'administration n'est, en principe, pas limitée aux seules relations entre actionnaires et dirigeants, mais peut dépasser ces dernières pour s'étendre à d'autres parties prenantes telles que les créanciers ou les salariés. Enfin, les fonctions de l'organe de contrôle peuvent compléter ou même dépasser celle d'une pure surveillance des dirigeants. Dans un cas extrême, ceci peut conduire à une situation où la poursuite d'autres objectifs – bien qu'elle aille à contresens de la logique disciplinaire présentée – peut même améliorer la performance de l'entreprise.

L'étude de la composition de l'organe de contrôle, qu'elle soit réalisée à travers la distinction entre administrateurs internes et externes, ou encore en abordant l'indépendance des administrateurs, permet, par ailleurs, d'appréhender directement le thème des liens personnels interfirmes. En effet, indépendamment de son statut au sein de l'organe de contrôle, un administrateur peut exercer parallèlement d'autres mandats externes de direction et / ou de surveillance. Ce faisant, il établit un lien interconseils entre sa société d'origine et les organes de gouvernance d'autres entreprises. Au regard des responsabilités supplémentaires qu'un nouveau mandat implique, il semble bien évident que l'occupation d'un nombre important de postes – que ce soit des mandats de direction ou de contrôle – ne reste pas sans conséquences, tant pour les entreprises concernées que pour l'administrateur « cumulard » lui-même.

Dans l'objectif d'examiner de manière plus détaillée l'incidence des relations interconseils, nous présenterons, par la suite, le rôle que le partage d'administrateurs entre firmes est censé jouer dans la perspective financière de la gouvernance. À ce sujet, nous évoquerons, plus précisément, les argumentations tant positives que négatives que la théorie positive de l'agence propose concernant l'incidence financière des liens interconseils, à savoir leurs effets sur l'efficacité du conseil d'administration et, *in fine*, sur la performance de l'entreprise.

1.3 Le rôle des liens personnels

Lorsqu'on s'interroge sur les arguments avancés par la théorie positive de l'agence pour appréhender le phénomène des liens interconseils, on s'aperçoit qu'il n'existe pas de perception unique, indiquant clairement les conséquences de cette forme relationnelle entre firmes sur la performance d'entreprise. De fait, au sein même de cette théorie, on trouve à la fois des arguments positifs et négatifs concernant l'incidence de cette forme des liens interfirmes. Cependant, dans l'ensemble, l'image négative semble légèrement dominer.

Dans une interprétation négative, les liens personnels sont supposés nuire à la qualité et à l'intensité de la surveillance, provoquant ainsi une baisse de la discipline au sein de l'organe de contrôle. Ce raisonnement constitue l'un des arguments les plus souvent avancés pour plaider en faveur d'une limitation (renforcée) du nombre de mandats qu'un administrateur est autorisé à exercer simultanément. Pour souligner les effets négatifs des liens personnels, l'argumentation s'appuie plus particulièrement sur les aspects suivants :

- la surcharge temporelle des administrateurs « cumulards » qui réduit l'intensité du contrôle et, par là, son efficacité ;
- le problème de la réciprocité d'une partie des liens qui, en provoquant une dépendance mutuelle des administrateurs, réduit le niveau de discipline.

En revanche, dans une interprétation positive, les liens personnels permettent de renforcer la discipline de par leur fonction de levier agissant sur la réputation des administrateurs. Notons, cependant, que cette interprétation paraît moins fréquente, tant dans les analyses empiriques que dans la presse économique. Concernant ce rôle positif des liens personnels, l'argumentation repose, plus précisément, sur les deux points suivants :

- l'effet de réputation qui conduit les administrateurs multimandats à exercer soigneusement leurs tâches de contrôle pour ne pas nuire à leur évaluation sur le marché des administrateurs externes ;
- l'expérience de surveillance des « cumulards » qui renforce la discipline au sein de l'organe de contrôle, et ainsi son efficacité.

Nous détaillerons, par la suite, l'importance de chacun des différents arguments que la théorie positive de l'agence mobilise pour expliquer le fonctionnement et les enjeux de l'échange d'administrateurs entre firmes, ainsi que l'incidence de cette forme relationnelle sur la capacité d'une entreprise à créer de la valeur pour les actionnaires.

1.3.1 Cumul de mandats et surcharge temporelle

L'argument d'une surcharge temporelle des « cumulards » repose sur une critique générale, très souvent adressée au conseil d'administration. Suivant cette critique, même les administrateurs « ordinaires » ne disposeraient souvent pas de suffisamment de temps pour accomplir pleinement les tâches respectives qui leur ont été confiées. Sont généralement avancés, par la littérature, plusieurs arguments expliquant cette circonstance :

- le faible nombre de réunions annuelles de l'organe de contrôle ;
- la taille du conseil d'administration ;
- le traitement de trop de formalités ;
- la complexité croissante des informations.

Le problème du manque de temps semble en partie dû à un faible nombre de réunions de l'organe de contrôle. Ainsi, selon le 30^e rapport annuel KORN / FERRY (2002, pp. 21-22), dans l'année 2002, les conseils d'administration des grandes firmes américaines ne se tenaient en moyenne qu'entre 7 et 8 fois.²⁴⁰ Comparés à cela, les firmes françaises connaissent des chiffres légèrement plus faibles (6,8 réunions par an), tandis que les « *Blue Chips* » allemandes se trouvaient nettement en dessous de la moyenne américaine (4,9 réunions par an).²⁴¹

Or, un faible nombre de réunions peut provoquer des problèmes. Lorsque le conseil d'administration ne se réunit que quelques fois par an, ses membres ont seulement peu de possibilités pour discuter de l'état de la firme, des problèmes rencontrés et de leurs solutions. Comme les réunions ne s'étalent, par ailleurs, que rarement sur plus d'un jour, les échanges au sein des comités spécialisés et lors des rencontres informelles ne parviennent pas non plus à compenser ce manque.²⁴² Le problème tend à s'amplifier dans les conseils de grande taille. En effet, au fur et à mesure que le nombre d'administrateurs augmente, il devient plus difficile d'intervenir et de contribuer activement aux débats du conseil (LIPTON / LORSCH, 1992, pp. 64-65 ; JENSEN, 1993, p. 865 ; GAULKE, 1997, pp. 42-46).

²⁴⁰ Ces chiffres correspondent à ceux trouvés par VAFEAS (1999, p. 121), ADAMS (2003, p. 29), FERRIS *et al.* (2003, p. 1104), PERRY / PEYER (2005, p. 2090) et FICH / SHIVDASANI (2006, p. 696). Par ailleurs, la moyenne des réunions du conseil d'administration ne semble pas fluctuer beaucoup au cours du temps. Ainsi, LIPTON / LORSCH (1992, p. 64) renvoient au 19^e rapport annuel KORN / FERRY (1992) selon lequel la moyenne se situait, déjà dix ans auparavant, en-dessous de huit rencontres par an.

²⁴¹ Il s'agit ici de nos propres données, recensées pour le CAC 40 et le DAX 30 dans l'année 2002. Les chiffres pour les firmes françaises sont proches de ceux, trouvés par GODARD / SCHATT (2005a, p. 77) pour un échantillon plus large.

²⁴² À ce sujet, il nous paraît intéressant de renvoyer à une étude de VAFEAS (1999) qui trouve une liaison négative entre le nombre de réunions et la valeur de marché de l'entreprise. Selon l'auteur, une hausse du nombre de séances peut être considérée comme une réaction face à une mauvaise performance de la firme par le passé. Ainsi, le marché semble interpréter une hausse des réunions comme l'aveu d'importants problèmes économiques plutôt que comme une décision de renforcer les échanges entre administrateurs.

Le manque de temps semble aussi lié à la nature des questions traitées lors des réunions du conseil. Ainsi, les dirigeants, et notamment le *CEO*, décident habituellement au préalable des informations à diffuser et des sujets à aborder (JENSEN, 1993, p. 864). S’y ajoute que les administrateurs consacrent souvent trop de temps à l’approbation de formalités et des rapports de la direction (LIPTON / LORSCH, 1992, p. 64). Cette circonstance montre bien la multidimensionnalité du problème : non seulement, les administrateurs disposent d’un temps très restreint, mais encore, dans les rares moments de rencontre, ils sont très souvent contraints de s’occuper plus d’affaires secondaires que d’un échange intensif d’idées.

Enfin, s’ajoute aux inconvénients précités un quatrième aspect : la complexité croissante des données que les administrateurs sont censés traiter. En effet, depuis l’entrée dans l’ère de l’information, les mandataires sociaux sont confrontés à un flux incessant d’informations les plus diverses. Parallèlement, il devient de plus en plus compliqué de comprendre ces informations, de les discuter, et de filtrer celles qui paraissent cruciales pour la prise de décision (LIPTON / LORSCH, 1992, p. 65).²⁴³ Dans ce contexte, il convient de ne pas omettre une autre conséquence importante : le renforcement du pouvoir du *management*. De fait, l’équipe dirigeante peut tirer profit de cette complexification en étouffant les membres du conseil d’administration sous une masse énorme de données, mal structurées et partiellement redondantes, sur la base desquelles l’identification des informations pertinentes se transforme en la fameuse recherche d’une aiguille dans une meule de foin (GAULKE, 1997, pp. 39-40).

Compte tenu des contraintes de temps que rencontre déjà un administrateur « non cum-lard » lors de l’accomplissement de ses tâches de contrôle, on peut imaginer les dimensions de ce problème dans le cas où une personne occupe parallèlement trois, cinq, voire encore plus de postes dans différentes firmes. L’illustration suivante vise à en donner un aperçu :

Imaginons une société cotée allemande dont l’un des membres du directoire exerce parallèlement cinq mandats de contrôle externes. Dans chacune de ces firmes, il siège en outre dans l’un des comités consultatifs. Lorsqu’on admet quatre réunions annuelles du conseil de surveillance et deux réunions du comité spécialisé, notre administrateur est censé participer à 30 réunions par an. Si l’on estime qu’il a besoin de deux jours pour la préparation et la participation, il devrait consacrer 60 jours par an à ces réunions. Par ailleurs, il lui reste toujours son mandat de direction qui demande aussi une attention intensive et permanente.²⁴⁴

²⁴³ Pour une discussion de l’aspect du temps et de la nature des informations traitées, cf. également l’article de CONGER *et al.* (1998) portant sur l’évaluation du travail du conseil d’administration.

²⁴⁴ Notons toutefois que nous nous trouvons ici encore loin du maximum des mandats autorisés, que nous n’avons pas pris en compte d’éventuels postes occupés dans des sociétés filiales ou à l’étranger, et que nous n’admettons qu’un faible nombre de réunions du conseil de surveillance et des comités consultatifs.

Dans la plupart des cas, les critiques adressées au sujet du cumul de mandats trouvent leurs origines dans des situations telles que celle que nous venons de présenter. Partant de l'ensemble des difficultés susceptibles de nuire à la qualité de travail des « administrateurs ordinaires », ces critiques sont généralement transposées de manière renforcée aux personnes occupant parallèlement plusieurs fonctions. Selon l'opinion dominante, ces derniers conduiraient à amplifier les problèmes de temps, rencontrés lors du contrôle de l'équipe dirigeante.

La présomption d'une surcharge temporelle particulière de ce type d'administrateurs a été résumée par FERRIS *et al.* (2003, p. 1088) sous la notion de « *Busyness-Hypothesis* ». Selon cette hypothèse, les administrateurs « cumulards » seraient susceptibles de réduire l'efficacité disciplinaire de l'organe de contrôle et provoqueraient, par là-même, une moindre création de valeur au détriment des actionnaires.²⁴⁵ Le raisonnement sous-jacent part du principe que l'exercice de plusieurs mandats empêche l'administrateur d'assurer soigneusement ses tâches de contrôle, *a fortiori* s'il s'agit d'un mandataire à fonction exécutive. Ces tâches regroupent notamment la préparation des différentes réunions et vidéoconférences, la participation active à celles-ci, leur analyse ultérieure, ainsi que le traitement régulier des informations concernant l'état actuel et les perspectives de l'entreprise dont il est mandataire. Or, compte tenu de son emploi du temps très serré, l'administrateur « cumulard » aurait très vraisemblablement tendance à participer moins souvent aux réunions du conseil d'administration et à celles des différents comités spécialisés dans lesquels il siège.

Il en résulterait une connaissance insuffisante des affaires de la firme, ce qui aurait des conséquences lourdes quant aux rapports de force entre administrateurs et dirigeants. De fait, lorsque l'administrateur n'est pas bien informé sur ce qui se passe dans la firme, il ne pourra assurer un contrôle efficace de l'équipe dirigeante. Dès lors, les *managers* verraient leur espace discrétionnaire s'élargir, ce qui risquerait de provoquer un accroissement des coûts d'agence dont souffrent les actionnaires. La marge de manœuvre plus importante des dirigeants se traduirait, par exemple, par des niveaux de rémunération plus élevés, un risque de départ forcé plus faible en cas d'une mauvaise performance ou d'autres formes de consommation privée (CORE *et al.*, 1999 ; FICH / SHIVDASANI, 2006). Parallèlement, les administrateurs peuvent eux-mêmes en tirer profit par des rémunérations plus avantageuses (BRICK *et al.*, 2006). Le résultat final serait une moindre création de valeur, et donc une plus faible performance de l'entreprise.

²⁴⁵ Cependant, dans leur étude empirique, FERRIS *et al.* (2003) ne trouvent aucune liaison significative entre le cumul de mandats et la performance, mesurée par le ratio de *Marris*. En rejetant la « *Busyness-Hypothesis* », ils en concluent que les demandes d'une limitation des mandats ne paraissent pas justifiées. Cf. également partie I, chapitre 2, section 2.

1.3.2 Cumul de mandats et réciprocité des liens

La critique faite aux liens personnels s'adresse, en premier lieu, au problème de la surcharge temporelle des « cumulards ». En raison de leurs nombreuses responsabilités, ces derniers sont supposés être incapables de garantir une surveillance efficace de la direction. Le corollaire serait une baisse de la discipline du conseil et, en conséquence, une plus faible performance de la firme. Outre ce premier argument, le problème de réciprocité constitue un autre aspect, souvent avancé pour souligner l'incidence négative du cumul de mandats. Or, cet aspect ne concerne pas l'ensemble des relations interconseils, mais se limite aux seuls liens croisés. Les relations interconseils relèvent généralement de l'une des situations suivantes :

- l'envoi d'un dirigeant mandataire de l'entreprise A dans le conseil d'administration de la société B et *vice versa* (1) ;
- la rencontre d'un dirigeant et d'un administrateur sans fonction exécutive dans les mêmes organes de contrôle (2) ;
- la présence de deux administrateurs « ordinaires » aux mêmes conseils (3).

La critique de réciprocité renvoie donc à la présence simultanée d'administrateurs dans plusieurs conseils.²⁴⁶ Une telle constellation permet aux administrateurs de développer, au cours du temps, des « réseaux de pouvoir » qui se caractérisent par une attitude conciliante face aux dirigeants (FICH / WHITE, 2003, p. 946). Ainsi, les administrateurs seraient enclins à réduire mutuellement leurs efforts de surveillance, à savoir à se montrer moins vigilants quant au contrôle des dirigeants. Ils se comportent de cette manière puisque les relations privilégiées leur servent de levier pour atteindre divers objectifs personnels. Le résultat final serait similaire à celui d'une surcharge de temps : une plus faible création de valeur.

À noter que l'ampleur de ces conséquences peut, cependant, sensiblement différer selon la forme de liens retenue. Dans une relation de type (1), les administrateurs dirigeants pourraient mutuellement s'accorder des rémunérations plus élevées ou encore se protéger contre le risque d'un départ forcé (HALLOCK, 1997; CORE *et al.* 1999 ; FICH / WHITE, 2003 ; NGUYEN-DANG, 2006).²⁴⁷ Dans les relations de type (2), le dirigeant pourrait, par exemple, « fidéliser » l'administrateur par une augmentation des avantages qui lui sont attribués. Enfin, dans une relation de type (3), les administrateurs « ordinaires » pourraient être tentés de sécuriser mutuellement leurs mandats, ou, encore, d'obtenir de meilleures rémunérations.

²⁴⁶ Pour les déterminants des relations réciproques, cf. notamment YEO *et al.* (2003) et FICH / WHITE (2005).

²⁴⁷ Notons que ces analyses se limitent aux États-Unis et à la France, la loi allemande sur les sociétés anonymes interdisant explicitement les relations croisées de cette nature. Cf. § 100 (2) *AktG*.

1.3.3 Cumul de mandats et effet de réputation

Si la théorie de l'agence semble se focaliser principalement sur les effets négatifs potentiels du cumul de mandats, cette même approche permet, cependant, de développer également une argumentation mettant en avant les possibles avantages des liens interconseils. À ce titre, le marché du travail externe des administrateurs occupe une position fédératrice.

À l'instar des travaux de FAMA (1980) et FAMA / JENSEN (1983a, pp. 311-315) sur le rôle du dit marché en tant que mécanisme de contrôle important, le cumul de mandats peut également constituer un indicateur témoignant de la qualité des administrateurs. L'argument de cette hypothèse repose sur le constat qu'une bonne partie des administrateurs occupe généralement d'autres fonctions de direction ou de contrôle externes.²⁴⁸ Pour accéder à ces postes, le mandataire est habituellement sélectionné en fonction de sa réputation personnelle, à savoir l'évaluation de son capital humain. Quant à ce dernier, il dépend notamment de sa performance en tant que « contrôleur » dans d'autres entreprises.²⁴⁹ C'est par ce levier qu'intervient le cumul de mandats. Ainsi, les postes qu'occupe un administrateur lui permettent de signaler au marché ses compétences et ses expériences en termes de contrôle.²⁵⁰

Lorsque l'on admet que le marché tient compte de la performance, alors les mandats seront pourvus en fonction de la réputation de l'administrateur, à savoir du succès économique antérieur des firmes dont il est ou était mandataire. Un administrateur exerçant / ayant exercé des mandats dans des entreprises performantes sera ainsi prioritaire quant à la proposition de nouveaux mandats. Pour atteindre une bonne valorisation de leur capital humain, les administrateurs multimandats seront alors conduits à exercer soigneusement leurs tâches de contrôle, ceci étant l'élément principal d'une meilleure performance.²⁵¹ Autrement dit, il existe donc un « effet de réputation », permettant de discipliner les administrateurs « cumulards » et de réduire, au moins en principe, les coûts d'agence (FERRIS *et al.*, 2003).

²⁴⁸ Ainsi, YEO *et al.* (2003, p. 98) trouvent pour la France, qu'en moyenne, 2,61 des administrateurs externes d'une firme occupent, outre leur mandat de contrôle, simultanément la fonction du PDG dans une autre entreprise. Pour les entreprises américaines, FICH / WHITE (2005, p. 186) trouvent des chiffres similaires, en moyenne 2,14 des administrateurs de l'organe de contrôle exerçant ailleurs la fonction du CEO.

²⁴⁹ Précisons ici que, outre la performance des firmes originaires, le capital humain d'un « cumulard » dépend de toute une série de facteurs additionnels tels que le nombre de mandats déjà exercés auparavant, la taille et l'importance des firmes correspondantes, leurs secteurs d'activité et leur niveau de gouvernance.

²⁵⁰ Cf. FAMA / JENSEN (1983a, p. 315) : « [...] *outside directors have incentives to carry out their tasks and to do not collude with managers to expropriate residual claimants. Our hypothesis is that outside directors have incentives to develop reputations as experts in decision control. Most outside directors of open corporations are either managers of other corporations or important decision agents in other complex organizations. The value of their human capital depends primarily on their performance as internal decision managers in other organizations. They use their directorships to signal to internal and external markets for decision agents that (1) they are decision experts, (2) they understand the importance of diffuse and separate decision control, and (3) they can work with such decision control systems* »

²⁵¹ Néanmoins, cet aspect ne constitue pas le seul mécanisme incitatif, mais se voit complété, voire parfois même remplacé, par d'autres tels que l'attribution d'actions ou de *stock-options*. Cf. ici YERMACK (2004).

Au niveau du marché des administrateurs externes, deux leviers d'intervention – l'un *ex ante*, l'autre *ex post* – peuvent être identifiés (HARFORD, 2003, pp. 55-57). D'abord, la menace latente d'une dégradation de leur réputation en cas d'une mauvaise performance – qui peut susciter, au pire, des tentatives d'achat hostiles et, par là, une perte de leur emploi – conduit les administrateurs à s'efforcer d'accomplir, le mieux possible, leurs fonctions de contrôle. Afin d'éviter une dégradation de la valeur de la firme, ils exercent ainsi une plus forte vigilance vis-à-vis des décisions du *management*. À condition que les administrateurs ne perçoivent pas de rémunérations importantes, cela transforme le nombre de mandats cumulés en un signal crédible de leurs compétences acquises en matière de contrôle.²⁵²

Outre cette menace latente, le marché prévoit de même, au cas où une tentative d'achat aurait véritablement lieu, une sanction *ex post* des « cumulards ». Dans une telle situation, les administrateurs de la firme cible ont généralement tendance à mettre en œuvre des mesures visant à bloquer la tentative d'achat. En effet, dans la mesure où ils risquent de perdre leurs mandats après un rachat de la firme, l'indépendance de l'entreprise constitue le seul moyen pour sauver leurs postes. Or, le marché du travail interprète habituellement l'opposition à une tentative d'achat comme un comportement opportuniste qui nuit à la richesse des actionnaires. Par conséquent, la réaction disciplinaire du marché constitue une punition des administrateurs concernés à travers une moindre attribution de mandats de contrôle dans le futur.

Bien que l'on semble donc pouvoir attribuer, à l'aspect de réputation, un effet disciplinaire contraignant, FICH / SHIVDASANI (2007, pp. 309-310) indiquent que cet aspect peut, cependant, – sous certaines conditions – entraîner des effets pervers. Pour réaliser ses objectifs individuels, un *CEO* dominant pourrait ainsi être enclin à recruter des mandataires sociaux ayant une réputation de « contrôleurs laxistes ».²⁵³ Ici, le cumul de mandats n'approximerait donc pas les compétences disciplinaires d'un mandataire, mais constituerait une récompense pour un comportement conciliant de ce dernier à l'égard du premier dirigeant.

Dans leur étude, les auteurs (*Ibid.*, pp. 307-311) peaufinent, par ailleurs, – à l'exemple d'entreprises faisant face à des plaintes en nom collectif pour raison de fraude (*class action lawsuits for financial fraud*) – le raisonnement traditionnel concernant l'effet de réputation et proposent trois explications susceptibles d'expliquer la baisse du nombre de mandats sociaux en

²⁵² Cf. FAMA / JENSEN (1983a, p. 315) : « *The signals are credible when the direct payments of outside directors are small, but there is substantial devaluation of human capital when internal decision control breaks down and the costly last resort process of an outside takeover is activated* ». Pour une discussion critique de cette condition, cf. notamment YERMACK (2004) qui trouve que la rémunération et la détention de capital constituent plus de la moitié de l'incitation d'un administrateur externe à effectuer un contrôle efficace.

²⁵³ Cf. FICH / SHIVDASANI (2007, pp. 309-310) : « *Reputational effects can actually have the perverse impact of increasing the directorship opportunities for sued outside directors. Given the struggle for power between the board and the CEO described by Hermalin and Weisbach (1998), some CEOs might prefer outside directors with a reputation for lax monitoring if their presence on the board makes it easier to perpetrate fraud, consume perquisites, or carry-out other value-destroying activities* ».

cas de mauvaise performance. Outre la menace directe d'une moindre attribution de mandats futurs lorsque le « cumulard » siège dans des entreprises rencontrant des difficultés économiques et financières, on peut ainsi poser l'hypothèse d'une endogénéité de la structure et de la composition du conseil d'administration qui reflète l'intensité des problèmes d'agence de l'environnement. Autrement dit, l'attribution de mandats est supposée s'orienter sur les caractéristiques de l'entourage économique de la société et le besoin de surveillance en découlant. Dans un tel cas, la réduction du nombre de mandats externes exercés par des administrateurs siégeant dans une firme, actuellement opposée à des actions collectives pour raison de fraude, pourrait ainsi signaler que les administrateurs multimandats réduisent leurs activités externes pour consacrer davantage de temps au *monitoring* de la firme en question. Enfin, diverses questions de responsabilités juridiques peuvent également expliquer la diminution de mandats externes en cas de difficultés économiques ou financières importantes.

Globalement, le rôle disciplinaire du marché du travail externe des administrateurs à travers l'allocation des postes en fonction des compétences en matière de surveillance a été confirmé par de nombreuses analyses empiriques. Ainsi, lorsqu'une entreprise enregistre une bonne performance par le passé, ses administrateurs sont généralement davantage sollicités pour de futurs postes (BRICKLEY *et al.*, 1999 ; FERRIS *et al.*, 2003 ; YEO *et al.*, 2003 ; YERMACK, 2004 ; FAIRCHILD / LI, 2005 ; FICH, 2005 ; FICH / WHITE, 2005).

En revanche, en cas de mauvaise performance, le marché pénalise les « contrôleurs » par une moins grande attribution de mandats dans le futur. Les administrateurs dont les firmes connaissant d'importants problèmes financiers, subissent ainsi une diminution importante de postes occupés dans les années suivant ces difficultés (GILSON, 1990). Il en va de même pour les entreprises ayant sensiblement réduit leurs dividendes (KAPLAN / REISHUS, 1990), ayant revu à la baisse leur résultat (SRINIVASAN, 2005), ainsi que pour celles ayant été la cible d'une OPA hostile (SHIVDASANI, 1993 ; BROWN / MALONEY, 1999 ; HARFORD, 2003). Plus récemment, FICH / SHIVDASANI (2007) trouvent que les mandataires de firmes poursuivies pour raison de fraude, exercent, trois ans après cet événement, sensiblement moins de mandats externes. En revanche, leur taux de départ n'est pas plus élevé que celui des mandataires de référence, confirmant ainsi les résultats antérieurs d'AGRAWAL *et al.* (1999) selon lesquels aucune tendance de départs anormaux n'a pu être identifiée pour ce type de firmes. À la différence de ces résultats, HELLAND (2006) trouve une hausse du nombre de mandats futurs exercés par les mandataires de sociétés accusées pour raison de fraude.²⁵⁴

²⁵⁴ Néanmoins, FICH / SHIVDASANI (2007, p. 318) arguent que l'étude de HELLAND (2006) comprend trois points faibles. D'une part, la période d'observation (1985-2002) comprend également la période avant les réformes initiées par le *Private Securities Litigation Reform Act* de 1995. D'autre part, l'auteur ne distingue pas entre administrateurs indépendants et « *gray* ». Enfin, le niveau de mandats futurs est observé sur une période de huit ans suivant la fraude, ce qui est probablement trop long pour rendre compte de l'effet de réputation.

1.3.4 Cumul de mandats et effet d'expérience

L'effet de réputation constitue l'argument central mobilisé pour plaider en faveur du cumul de mandats. Il repose sur l'idée que le marché des états-majors privilégie les administrateurs, ayant les meilleures compétences en matière de contrôle, avec le plus de mandats. La variable-clé de l'attribution de postes est la réputation. Majoritairement alimentée par la performance, celle-ci sert à la fois de critère de sélection pour le marché du travail, mais également de contrainte disciplinaire pour l'administrateur. En effet, dans la mesure où son capital humain est lié à la performance, l'administrateur est incité à effectuer une surveillance vigilante de l'équipe dirigeante. Celle-ci s'avère doublement bénéfique car elle permet tant de sécuriser la réputation de l'administrateur que de respecter les intérêts des actionnaires.

Néanmoins, les études identifiant un impact positif du cumul de mandats sur la performance ne se limitent pas au seul effet précité. De fait, comme le soulignent FICH / SHIVDASANI (2006, p. 690), les multimandats peuvent constituer pour l'administrateur, outre une source de réputation, une source d'expériences utiles.²⁵⁵ Si ces deux facteurs vont souvent de pair – dans la perspective de réputation, c'est bien le second qui influe sur le premier – ceci ne doit pas, cependant, être toujours le cas. Bien que l'aspect expérience puisse aussi, à lui seul, avoir une incidence sur la performance, son analyse explicite semble plutôt délaissée par la littérature. L'exemple suivant illustrera l'enjeu de l'aspect d'expérience.

Ainsi, un administrateur multimandats, proche de la retraite, accordera vraisemblablement moins d'attention à sa réputation. N'étant plus dépendant de futurs mandats, celui-ci paraît moins soumis aux contraintes du marché du travail externe. Si cela peut *a priori* induire un comportement opportuniste, l'administrateur peut également faire bénéficier les entreprises dans lesquelles il siège de ses expériences et de ses compétences en matière de contrôle. En effet, grâce aux nombreuses activités exercées tout au long de sa carrière professionnelle, un « cumulaire » connaît généralement très bien le fonctionnement des conseils, sait poser « les bonnes questions » aux dirigeants et connaît les leviers à activer pour intervenir. Si, par ailleurs, il était auparavant lui-même dirigeant, il discerne également toutes les techniques utilisés par le dirigeant concernant la gestion des informations et des sujets à traiter. Bien entendu, tout cela ne garantit pas que l'administrateur agisse toujours conformément aux intérêts des actionnaires. Seulement, cela démontre qu'il peut exister une conséquence positive du cumul de mandats même si le marché du travail externe n'est pas directement concerné.

²⁵⁵ Cf. FICH / SHIVDASANI (2006, p. 690) : « [...] *serving on multiple boards can be a source of both valuable experience and reputational benefits* ».

Section 2 : L'influence des liens personnels sur la performance

Les discussions portant sur le phénomène des liens interconseils et leurs corollaires négatifs possibles pour les actionnaires des firmes concernées se sont remarquablement multipliées ces dernières années. La question la plus fréquemment évoquée lors de ces débats est celle d'un durcissement des réglementations sur le nombre de mandats autorisés. Selon les argumentations avancées à ce titre, les administrateurs cumulant un nombre très important de mandats ne seraient plus en mesure – en raison d'une surcharge de responsabilités – d'assurer un contrôle efficace des équipes dirigeantes respectives. Le contrôle trop laxiste en découlant conduirait à des comportements opportunistes des dirigeants qui se traduiraient, pour les actionnaires, par une moindre création de valeur. Dès lors, seule une limitation du nombre des mandats autorisés semble à même de réduire les conflits d'intérêt.

L'inventaire des études empiriques traitant des liens personnels entre les organes de gouvernance confirme la popularité apparente du sujet. Toutefois, les divers travaux se répartissent de manière très inégale entre les pays. En effet, s'ils sont très nombreux aux États-Unis, leur nombre paraît plutôt limité en Europe Continentale, faisant que l'on ne trouve que quelques études isolées en France ou en Allemagne. Ceci paraît surprenant, d'autant que les structures interfirmes françaises et allemandes se voient, depuis presque vingt ans, confrontées à de vives critiques de la part des investisseurs et de la presse économique.

Dans cette section, nous analyserons les études empiriques qui ont été menées pour tester l'impact des liens personnels sur la performance. Précisons que nous entendons la performance au sens large. Sont ainsi retenues non seulement de simples mesures de rentabilité, mais aussi d'autres indicateurs tels que le taux de départ des principaux dirigeants, la rémunération des mandataires, ou encore, le risque d'une entreprise d'être victime d'une OPA hostile – indicateurs censés également être associés à la création de valeur d'une entreprise.

Nous commencerons notre présentation par une analyse des divers travaux américains (sous-section 2.1.). Nous passerons, ensuite, aux études françaises (sous-section 2.2.) et allemandes (sous-section 2.3.), pour terminer avec les travaux réalisés dans d'autres pays (sous-section 2.4.). Une telle procédure présente, à notre avis, une double originalité. D'une part, elle permet de détecter d'éventuelles différences nationales, relatives aux effets des liens personnels sur un même indicateur de performance retenu. D'autre part, l'ensemble des résultats nationaux respectifs permet de vérifier si les résultats empiriques vont de pair avec l'opinion publique et le dispositif de gouvernance établi dans les systèmes économiques considérés.

2.1 Les analyses des liens personnels aux États-Unis

Dans le sillage de l'importance que le thème de la gouvernance a pris aux États-Unis au cours du dernier quart du siècle passé, le phénomène des liens personnels interconseils a, lui aussi, rencontré un intérêt croissant du côté de la recherche, des médias et du public. Ainsi, le champ des relations interconseils s'est retrouvé dans bon nombre de discussions politiques et économiques, dont l'objectif était de concevoir un dispositif de gouvernance efficace permettant de délimiter l'espace discrétionnaire des dirigeants gestionnaires en vue d'aligner leur comportement sur les intérêts des apporteurs de fonds propres.

La question du cumul de mandats était notamment soulevée par les représentants des actionnaires qui craignaient que l'exercice de trop de mandats dégrade – faute d'une surcharge de temps – la qualité du contrôle des équipes dirigeantes. Leurs préoccupations ont constitué le point de départ de nombreuses propositions de réforme. Ainsi, la *National Association of Corporate Directors (NACD)* a développé en 1996 un catalogue de recommandations indiquant qu'un administrateur professionnel devrait limiter ses mandats à 5 ou 6. Par ailleurs, les principaux dirigeants ne devraient pas exercer plus de trois mandats externes. Ces recommandations de gouvernance ont été renforcées en 2003 par le *Council of Institutional Investors (CII)*, passant à un maximum de cinq mandats pour les administrateurs « ordinaires » et à deux postes pour les administrateurs à fonction exécutive. Pour ce qui est du *CEO*, il devrait même se contenter d'exercer un seul mandat externe, et ceci seulement à condition que sa propre société ne rencontre pas de problèmes économiques majeurs.²⁵⁶

Dans les deux décennies passées, de nombreuses études traitant les effets des liens personnels sur la performance ont été menées. Leurs résultats ont été partiellement mobilisés pour justifier la nécessité de traiter le problème du cumul de mandats. Les divers travaux américains seront détaillés par la suite. Nous procéderons à un classement en trois groupes. Le premier groupe explorera l'impact sur la rémunération, la performance y étant indirectement appréhendée à travers les rémunérations des dirigeants. En revanche, les travaux du second groupe étudieront l'impact direct des liens sur diverses mesures de performance. Enfin, un troisième groupe comprendra les études examinant les conséquences sur d'autres indicateurs tels que le taux de départ du *CEO* ou la probabilité d'une OPA hostile.

²⁵⁶ Cf. *Council of Institutional Investors* (2003, p. 4) « *Absent unusual, directors with full-time jobs should not serve on more than two other boards. Currently serving CEOs should only serve as a director of one other company, and then only if the CEO's own company is in the top half of its peer group. No person should serve on more than five for-profit company boards* ».

2.1.1 Les effets des liens personnels sur la rémunération des mandataires

Lorsqu'on regarde les études du premier groupe, on remarque qu'elles révèlent des résultats similaires. De fait, les travaux indiquent tous une défaillance de l'organe de contrôle en cas de présence d'administrateurs « cumulards ». Cette défaillance se traduit par une baisse des efforts de surveillance et / ou par une attitude plus conciliante vis-à-vis des dirigeants dont ceux-ci tirent profit par l'appropriation de rémunérations plus importantes.

La première étude, effectuée par HALLOCK (1997), analyse l'impact des liens réciproques sur la rémunération du *CEO*. L'échantillon comprend 602 entreprises, retenues pour l'année 1992. Tandis que 20,4 % des firmes se caractérisent par l'existence d'une relation personnelle croisée avec une autre firme, dans 37 % des cas seulement cette relation est réalisée *via* les *CEOs*.²⁵⁷ Pour les sociétés connectées, on constate d'importantes différences au niveau de la rémunération du *CEO*. Ainsi, selon les mesures mobilisées, le *CEO* d'une firme connectée perçoit entre 34 % et 43 % de plus que celui d'une firme n'entretenant pas de liens personnels avec autrui. Lorsqu'on ne retient que les liens établis *via* les *CEOs*, ces chiffres varient même entre 46 % et 52 %. Après neutralisation des relations commerciales réciproques, les différences ont tendance à diminuer, mais restent significatives pour le total des liens réciproques, où elles atteignent tout de même encore 17 %.²⁵⁸ Dans l'objectif de vérifier une éventuelle variation de l'impact des liens au cours du temps, l'auteur reconduit la même étude sur un échantillon plus ancien, constitué des 252 plus grandes sociétés de l'année 1976. Bien que la part des sociétés mutuellement connectées en 1976 soit plus faible qu'en 1992 (respectivement 7,5 % et 28,6 %), l'effet du nombre de liens croisés sur la rémunération – toujours significativement positif – est nettement plus important en 1976 qu'en 1992. Ainsi, la rémunération des *CEOs* « connecteurs » dépasse toujours celle des *CEOs* « ordinaires », les différences annuelles variant entre 16,6 % à 21,3 %. Ces chiffres révèlent une évolution très intéressante. Ainsi, il semble que, malgré l'augmentation du nombre de liens réciproques, les *CEOs* « connecteurs » arrivent aujourd'hui moins bien que par le passé à transformer leur pouvoir d'influence en avantages salariaux – vraisemblablement en raison d'une amélioration du niveau de gouvernance. En dépit de cette baisse apparente, les différences de rémunération restent pourtant importantes.²⁵⁹

²⁵⁷ Selon HALLOCK (1997, p. 334), le pourcentage des firmes qui sont mutuellement connectées à travers leurs *CEOs* s'élève à 7,5 % (45 sur un total de 602 entreprises).

²⁵⁸ HALLOCK (1997, p. 338) justifie l'exclusion du décompte des liens basés sur une relation d'affaire entre deux firmes par le fait que la probabilité de copinage (*cronyism*) paraît moins élevée en présence d'une relation formellement établie visant à assurer, par exemple, la fourniture de biens, ou une *joint venture*.

²⁵⁹ Notons, à ce titre, l'existence d'argumentations et d'explications différentes dans d'autres approches. Ainsi, dans les approches sociostratégiques, une relation positive entre le nombre de liens et la rémunération du premier dirigeant n'est pas *a priori* considérée comme négative, mais peut, au contraire, témoigner de la qualité des ca-

Le résultat précédent, selon lequel le phénomène du cumul de mandats – dans la mesure où il provoque une diminution de la discipline au sein de l'organe de contrôle – s'avère favorable à l'équipe dirigeante, est corroboré par l'étude de CORE *et al.* (1999). Dans une analyse empirique de 205 entreprises américaines pendant la période 1982-1984, ces auteurs trouvent une liaison significativement positive entre la quote-part des administrateurs externes, occupant au moins trois mandats supplémentaires, et le niveau de rémunération du *CEO*. Ainsi, une hausse de 1 % de la part des « cumulards » au conseil permet au *CEO* de majorer sa rémunération annuelle en moyenne de 2.016 US-\$. En revanche, à la différence des résultats de l'étude de HALLOCK (1997), les auteurs ne trouvent pas de relation statistiquement significative entre le nombre de liens personnels réciproques et la rémunération du *CEO*.²⁶⁰

Une analyse menée par FICH / WHITE (2003) confirme les résultats de HALLOCK (1997) et CORE *et al.* (1999). L'étude repose sur un échantillon de 366 entreprises, conçu sur l'année 1991. Outre l'effet sur les rémunérations, les auteurs s'interrogent sur les conséquences des liens quant au taux de départ du *CEO*. Notons que seules les relations réciproques doubles – à savoir celles, nées d'une présence simultanée d'une paire d'administrateurs dans au moins un autre conseil – ont été retenues. La focalisation sur cette forme relationnelle est intéressante, dans la mesure où une telle structure favorise la naissance de liens amicaux entre les administrateurs. En facilitant la mise en place d'alliances ou de réseaux de pouvoir, ces relations peuvent ainsi conduire les administrateurs à attribuer au *CEO* des rémunérations plus avantageuses ou à adopter une attitude plus souple vis-à-vis ses décisions.

L'analyse des deux auteurs fait ressortir un résultat surprenant. Ainsi, 87 % des entreprises se caractérisent par au moins un double lien réciproque. Ces chiffres témoignent d'une interconnexion personnelle très dense des plus grandes firmes américaines.²⁶¹ En ce qui concerne l'impact des liens mutuels, les travaux montrent une liaison significativement positive entre leur nombre et la rémunération que perçoit le *CEO* (salaire fixe et bonus).²⁶² Cette relation reste, par ailleurs, valable après la prise en compte des *stock-options*. L'analyse trouve des résultats similaires par rapport à l'impact des liens sur la probabilité de départ du *CEO*, celle-ci étant négativement liée à l'existence de liens personnels réciproques.

pacités stratégiques et relationnelles que le dirigeant multimandats se fait « rémunérer » par un salaire plus important. Cf. à ce sujet notamment l'étude de GELETKANYCZ *et al.* (2001).

²⁶⁰ CORE *et al.* (1999, p. 383) considèrent comme « *busy* » les administrateurs occupant, outre leur mandat dans la société considérée, trois autres postes externes. Ce seuil de sélection est porté au nombre de six pour les administrateurs en retraite. Les liens réciproques, quant à eux, représentent l'envoi parallèle d'un administrateur interne dans la firme d'origine d'un administrateur externe.

²⁶¹ Notons toutefois que, compte tenu de la taille de l'échantillon et de la condition restrictive au niveau du recensement des liens personnels réciproques, ces chiffres nous paraissent très élevés.

²⁶² Selon FICH / WHITE (2003, p. 948), chaque lien réciproque augmente la rémunération annuelle du *CEO* en moyenne par 143.000 US-\$. Ce montant représente près de 13 % du salaire moyen annuel du *CEO*.

L'incidence favorable des liens sur les niveaux de rémunération est également corroborée par une étude récente de BRICK *et al.* (2006). Basés sur un échantillon de 237 firmes retenues pour la période 1992-2001, les travaux font ressortir une liaison positive entre la rémunération des administrateurs (y compris celle du *CEO*) et le nombre de mandataires « *busy* » au sein de l'organe de contrôle. Une telle relation existe également lorsque l'entreprise considérée entretient des liens personnels réciproques avec d'autres sociétés.²⁶³ Ces conséquences constatées au niveau des liens interconseils vont dans le même sens que les résultats généraux de l'étude citée. De fait, pour un échantillon plus large, les auteurs identifient – même après neutralisation d'autres facteurs d'influence tels que les caractéristiques de la firme, celles du *CEO* et d'autres aspects de gouvernance – une liaison positive entre la rémunération des administrateurs et celle du *CEO*. Bien qu'une telle relation puisse théoriquement aussi relever de la complexité des tâches d'une grande entreprise – qui nécessite une rémunération adaptée des administrateurs – les auteurs précités valident l'hypothèse selon laquelle le niveau de gouvernance paraît être le facteur explicatif central de l'existence de rémunérations excessives.

Au regard de ces résultats, les rémunérations trop importantes des administrateurs semblent donc représenter les concessions que l'équipe dirigeante est prête à assumer pour orienter l'organe de contrôle à son avantage. Notons, à ce propos, qu'il s'agit, ici, d'une situation avantageuse pour les deux parties. En effet, tandis que les « contrôleurs » en profitent à travers une meilleure rémunération, l'équipe dirigeante se crée un organe de contrôle docile et conciliant qui rendra la réalisation d'objectifs personnels plus facile.

Les résultats que nous venons de présenter vont, sans exception, de pair avec l'argumentation classique de la gouvernance financière, selon laquelle les liens personnels entraîneraient une baisse de discipline au sein du conseil d'administration. Une négligence des tâches de surveillance par les « cumulards » permettrait ainsi à l'équipe dirigeante – et, plus particulièrement, au *CEO* – d'en tirer profit *via* une rémunération plus élevée ou une position de pouvoir moins vulnérable. Dans cette perspective, les liens interconseils peuvent donc être interprétés comme un moyen pour les dirigeants de mieux s'enraciner, d'acquérir divers avantages et d'élargir ainsi leur espace discrétionnaire. Ceci peut, en fin de compte, conduire à une moindre création de valeur. Cet effet final n'est, cependant, guère abordé, les travaux se limitant généralement à l'analyse de la seule liaison entre liens personnels et rémunération.

²⁶³ Sont classés « *busy* » selon BRICK *et al.* (2006, p. 415) les administrateurs qui exercent, outre leur mandat dans la firme en question, au moins trois mandats supplémentaires. Les relations personnelles réciproques sont prises en compte par une variable muette qui prend la valeur de 1 lorsque le *CEO* et / ou le Président du conseil d'administration siège au conseil d'une autre firme tandis que le *CEO* et / ou le président de celle-ci est mandataire dans la société observée.

2.1.2 Les effets directs des liens personnels sur la performance

Le second groupe de travaux analyse l'impact direct des liens interconseils sur la performance d'entreprise. On y trouve des résultats mitigés. Tandis qu'une partie des études montre un impact négatif, d'autres trouvent des effets plutôt favorables. Ces divergences semblent s'expliquer – outre les différentes mesures de performance mobilisées – par le niveau de gouvernance de la firme considérée. Ainsi, le cumul de mandats dans une firme rencontrant d'importants problèmes d'agence paraît généralement provoquer une réaction négative du côté du marché, vraisemblablement en raison de l'anticipation d'une dégradation additionnelle de la discipline. En revanche, la même situation dans une firme en « bon état de gouvernance » suscite une réaction positive du côté des investisseurs. Dans le second cas, le marché semble plutôt s'attendre à une application favorable des capacités disciplinaires ou de la réputation de l'administrateur en question. Ainsi, le critère du niveau de gouvernance semble être l'un des facteurs-clés de l'incidence des liens personnels.

À la différence des études précédentes, celles portant sur la liaison entre les liens personnels et la performance sont nombreuses aux États-Unis. Une première, réalisée par VAFEAS (1999), explore l'impact de la fréquence des réunions du conseil d'administration sur la performance, qu'il mesure par le ratio de *Marris*. La relation présumée est explorée sur un échantillon de 307 sociétés, retenues pour la période 1990-1994. Les liens personnels représentent l'une des variables de contrôle du modèle explicatif. L'étude révèle comme résultat principal une relation inverse entre le nombre de réunions et la performance. Ainsi, une mauvaise performance passée paraît entraîner une multiplication des réunions du conseil d'administration.²⁶⁴ Grâce à cette activité renforcée de l'organe de contrôle, une amélioration de la performance peut généralement être constatée dans les années suivantes. En revanche, la causalité inverse selon laquelle un nombre élevé de réunions conduit à une mauvaise performance ne peut être confirmée. Au niveau des liens personnels, l'auteur trouve deux résultats intéressants.²⁶⁵ D'une part, le nombre de mandats cumulés a un impact positif sur la fréquence des réunions de l'organe de contrôle. Ceci confirme donc l'existence d'un effet de réputation qui semble déterminer – parmi d'autres effets – la composition du conseil d'administration. D'autre part, on ne trouve aucune réaction statistiquement significative du nombre de postes en moyenne cumulés par les administrateurs indépendants, par rapport à la performance de l'entreprise. Ainsi, l'hypothèse selon laquelle le cumul de mandats nuit à la création de valeur ne peut être corroborée.

²⁶⁴ Selon VAFEAS (1999, p. 140), ceci confirme l'argument de JENSEN (1993, p. 854 et 862-864) que les réunions du conseil ont souvent un caractère plutôt réactif que proactif.

²⁶⁵ VAFEAS (1999, p. 125) appréhende l'aspect des liens personnels à travers le nombre de postes externes en moyenne occupés par un administrateur indépendant.

Une autre étude menée par DOWEN (1995) fait ressortir une incidence positive des liens personnels sur la capacité de la firme à créer de la valeur. L'analyse repose sur 310 firmes issues de la liste *Fortune 1000*, et porte sur une période de quatre ans, s'étalant de 1989 à 1992.²⁶⁶ À partir de l'hypothèse que la composition d'un organe de contrôle peut être interprétée comme un signal indiquant aux investisseurs la qualité de l'entreprise, l'auteur vérifie si la présence d'administrateurs occupant une fonction exécutive externe, d'une part, et le cumul de mandats, calculé comme le nombre de mandats de contrôle externes exercés en moyenne par administrateur, d'autre part, influencent la performance financière de la firme. À ce titre, la performance est mesurée par deux variables : le rapport (valeur de marché des capitaux propres + valeur comptable des actions préférentielles + dette à long terme) / total de l'actif, dénommé par l'auteur de performance de marché, ainsi que le résultat d'exploitation (*EBIT*) rapporté au total de l'actif, qui est censé représenter la performance comptable. Le modèle de recherche conçu vise donc à vérifier tant les conséquences du cumul de mandats que celles de la présence d'administrateurs à fonction exécutive externe pour la création de valeur.

L'étude révèle deux principaux résultats. Ainsi, le nombre de mandats externes par administrateur a un impact significativement positif sur la performance, qu'elle soit mesurée en termes de valeurs de marché ou en termes comptables. En revanche, la présence de dirigeants externes au sein de l'organe de contrôle ne paraît pas renforcer la performance.²⁶⁷ Au vu de ces résultats, DOWEN (1995) conclut que les conseils d'administration « de qualité » – ce critère étant approximé par le nombre de postes externes occupés par les membres du conseil – semblent être associés à des entreprises « de qualité » (*Ibid.*, p. 131). Précisons, toutefois, que l'auteur ne s'interroge pas explicitement sur la question de causalité, relative au rôle des liens personnels, et que son type d'analyse économétrique conduit à une interprétation prudente des résultats.

Les travaux de FERRIS *et al.* (2003) confirment les résultats de VAFEAS (1999). L'échantillon regroupe 3.190 sociétés américaines et porte sur la période de cinq ans (1994-1998). Pour explorer les effets des liens interconseils, les firmes sont distinguées selon la présence d'administrateurs multimandats au conseil. À partir de ce classement, les auteurs trouvent que les entreprises accueillant des « cumulards » se caractérisent par une valorisation boursière significativement plus élevée, mesurée par le ratio de *Marris*. Par ailleurs, les firmes de ce groupe sont généralement de taille plus grande, réalisent des marges opérationnelles plus importantes, et se caractérisent par un nombre d'administrateurs externes plus élevé.

²⁶⁶ Précisons que, parallèlement, des analyses de régression annuelles avec des échantillons plus larges, mais de taille variable, ont été réalisées.

²⁶⁷ La variable « nombre d'administrateurs à fonction exécutive » devient faiblement significative lorsque la variable « nombre de mandats externes cumulés en moyenne par membre de conseil » est exclue. Ce résultat laisse présumer un problème de multicolinéarité, la première variable paraissant liée à la seconde.

Outre ce résultat, les auteurs confirment l'existence d'un effet de réputation qui fait que la performance réalisée par le passé semble un facteur déterminant du nombre de postes qu'un administrateur occupe à ce moment. En revanche, la causalité inverse ne peut être confirmée. Ainsi, les auteurs ne trouvent pas de liaison significative entre le nombre de mandats exercés et la performance de la firme, celle-ci étant aussi mesurée par le ratio de *Marris*. De surcroît, l'absence d'incidence sur la performance est également confirmée par le fait que l'annonce de la nomination d'un « cumulard » ne déclenche pas de réaction négative du côté du marché. Bien au contraire, lorsqu'un tel administrateur est nommé dans une firme dont le conseil était jusque-là constitué d'administrateurs « ordinaires », une réaction positive du marché s'enclenche. Cette réaction prend la forme de revenus anormaux de l'ordre de 2,12 % cumulés sur le jour et le lendemain de l'annonce de nomination d'un administrateur « cumulard ».

Les auteurs procèdent ensuite à une analyse plus détaillée de l'activité des administrateurs multimandats au sein des comités annexes. À ce titre, les administrateurs « cumulards » s'avèrent particulièrement actifs. Ainsi, occupent-ils plus de postes, participent-ils à plus de réunions et président-ils plus souvent les comités consultatifs spécialisés que ne le font les administrateurs à simple ou double mandat. Dès lors, pour assurer un contrôle efficace du *management*, les entreprises semblent confier les travaux préparatoires au sein des comités spécialisés en priorité aux « cumulards ». Finalement, les auteurs ne trouvent aucun élément significatif prouvant que le cumul de mandats augmente le risque pour l'entreprise de faire l'objet d'une procédure contentieuse en raison de malversations comptables. Au regard des résultats obtenus, les auteurs parviennent à la conclusion que la « *Busyness-Hypothesis* », selon laquelle le cumul de mandat susciterait une dégradation du niveau de contrôle, ne peut être corroborée.

Dans une analyse d'environ 1.500 nominations d'administrateurs externes, FICH (2005) cherche à savoir, pour la période 1997-1999, s'il existe des réactions différentes du marché en fonction des caractéristiques professionnelles des mandataires nommés.²⁶⁸ L'effet supposé est mesuré, ici, à travers le revenu anormal boursier, calculé pour la période allant de la veille jusqu'au lendemain de l'annonce de nomination. L'étude révèle que les *CEOs* représentent le groupe le plus important parmi les administrateurs externes. En effet, 44,5 % des « contrôleurs » nommés pour la première fois occupent la fonction du *CEO* dans la société d'origine. Par ailleurs, 6,3 % des *CEOs* de l'échantillon sont mutuellement connectés entre eux.²⁶⁹

²⁶⁸ Précisons que FICH (2005) ne retient que les cas d'une première nomination d'un administrateur et exclut les nominations qui vont de pair avec l'annonce d'autres informations majeures de l'entreprise. Par ailleurs, les sociétés issues du secteur financier ne font pas partie de l'échantillon.

²⁶⁹ Ces chiffres correspondent à ceux trouvés dans une étude antérieure par HALLOCK (1997, p. 332)

Les tests empiriques font ressortir des réactions positives des marchés à la suite d'une nomination d'un administrateur *CEO* indépendant. Les rentabilités anormales constatées varient, selon les modèles retenus, entre 0,72 % et 1,2 %. En revanche, aucun effet ne se produit lorsque le *CEO* nommé ne remplit pas le critère d'indépendance. De plus, la réaction est même négative lorsqu'un administrateur non indépendant et non *CEO* est désigné. Ces résultats indiquent que les investisseurs prêtent une attention particulière à l'indépendance des « contrôleurs » et préfèrent les *CEOs* aux administrateurs non *CEOs*. Si l'aspect de l'indépendance semble un critère de choix important pour le marché, le cumul de mandats de la personne nommée ne semble, en revanche, pas avoir d'incidence, l'auteur ne trouvant aucune réaction significative au nombre de postes externes occupés par l'administrateur nommé.

Finalement, FICH (2005) s'interroge sur les conséquences de la nomination d'un administrateur *CEO* pour sa propre entreprise. Cette question paraît essentielle, car si une telle opération s'accompagnait d'inconvénients pour la firme d'origine du *CEO*, les actionnaires de celle-ci – en anticipant une moindre création de valeur – auraient tout intérêt à s'opposer à une nomination externe du premier dirigeant. Au sujet des effets pour la firme de départ, c'est l'âge des *CEOs* qui semble jouer un rôle important. Ainsi, la réaction du marché est négative lorsque le *CEO* est âgé de moins de 62 ans. Pour un *CEO* qui n'est pas encore proche de la retraite, le marché paraît donc anticiper un risque plus élevé que celui-ci néglige ses responsabilités en cas d'acceptation de nouveaux mandats. Enfin, une réaction négative peut aussi être constatée pour les firmes de grande taille, celles bénéficiant d'une bonne performance et celles à importantes opportunités de croissance. Dans ces cas, les inconvénients dus au manque de disponibilité du *CEO* semblent l'emporter sur les avantages que peuvent comporter de nouveaux mandats.

Lors de la lecture des études empiriques que nous venons de présenter, on s'aperçoit que les analyses se limitent majoritairement à une appréhension unilatérale du phénomène du cumul de mandats, l'attention étant portée à l'impact des liens interconseils sur la performance de la firme « réceptrice ». Bien entendu, dans la mesure où c'est le conseil d'administration qui se trouve au centre des études citées, une telle démarche nous paraît tout à fait pertinente. Dans un tel cas, le cumul des mandats servirait donc à modéliser le niveau théorique de discipline que le conseil d'administration d'une entreprise est susceptible de réaliser, l'objectif étant de vérifier, par la suite, la relation entre ledit niveau de contrôle et la création de valeur.

Néanmoins, nous pensons qu'il conviendrait de s'interroger aussi sur les conséquences des multimandats pour les firmes originaires des « cumulards ». Lorsqu'il s'agit d'administrateurs non exécutifs, ceci ne pose pas de problème particulier. De fait, pour tenir compte de cet aspect, il suffit d'élargir l'analyse aux conseils d'administration dans lesquels ces mandataires siègent

également. En revanche, quand les administrateurs exercent parallèlement des fonctions exécutives, le raisonnement ne se limite plus au seul niveau des conseils d'administration, mais s'étend à celui des directions générales. Ainsi, les mandats peuvent désormais aussi influencer l'efficacité de la direction dans les firmes d'origine des « cumulards ».

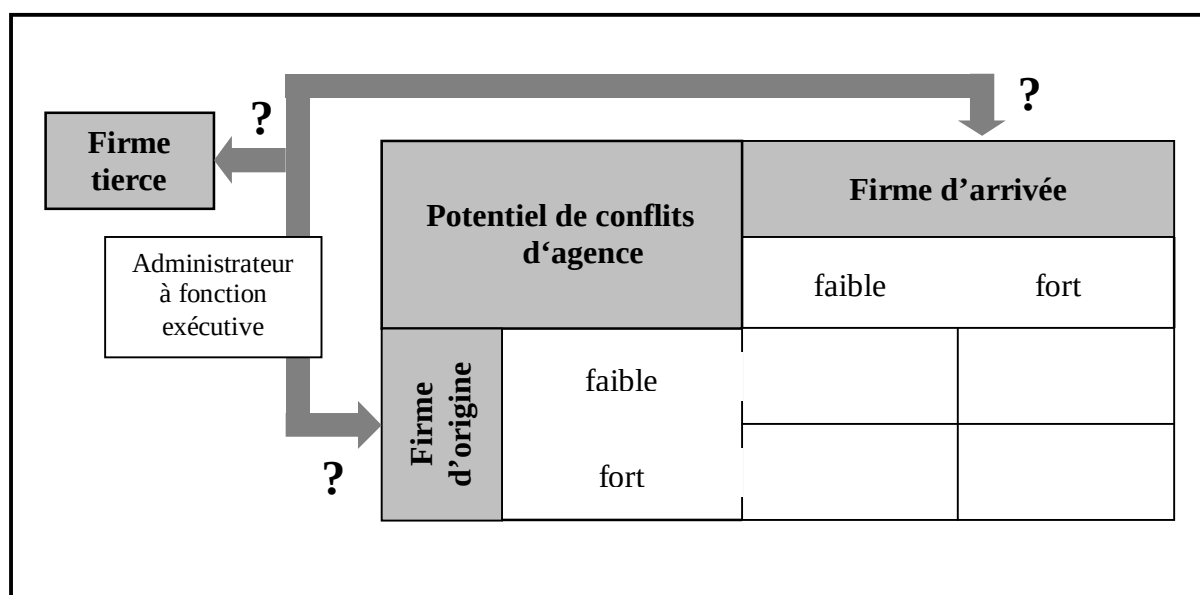
PERRY / PEYER (2005) – en posant la question « Quelle est la réaction des marchés financiers face à l'annonce d'un mandat de contrôle additionnel par un administrateur à fonction exécutive ? » – tiennent compte des aspects précédemment décrits.²⁷⁰ De surcroît, ils vérifient l'influence sur les sociétés tierces dans lesquelles l'administrateur siégeait déjà auparavant, l'objectif étant d'étudier l'impact total du cumul de mandats sur la performance des sociétés impliquées. Dans une vision purement disciplinaire, le cumul de postes par des administrateurs à fonction exécutive soulève un problème important, les enjeux d'un tel profil d'administrateur sur la performance étant plus importants que ceux d'un « cumulard ordinaire ». En effet, l'acceptation de mandats externes par un administrateur-dirigeant influe non seulement sur le niveau de contrôle réalisé dans les conseils où il siège, mais affecte également ses responsabilités managériales dans la firme d'origine. Les conséquences peuvent – mais ne le sont pas forcément – être négatives. L'un des facteurs déterminant les conséquences du cumul de mandats semble être le potentiel de conflits d'agence dans les entreprises concernées.

À l'instar de BOOTH / DELI (1996), la décision d'un dirigeant exécutif à accepter des mandats de contrôle externes serait fonction du rapport de force entre lui et l'entreprise, ce rapport étant déterminé par la situation d'agence au sein de la firme. Ainsi, une firme n'est censée autoriser ses dirigeants à exercer des mandats de contrôle externes qu'à condition que les bénéfices marginaux anticipés par cet échange ne soient pas inférieurs aux coûts marginaux attendus. Alors que les bénéfices se traduisent surtout par une meilleure réputation de la firme à l'égard du marché, les coûts marginaux présentent principalement le risque d'une dégradation de la qualité de l'accomplissement des tâches *managériales*, faute de temps pour s'occuper pleinement des affaires de la firme. En revanche, le dirigeant, lui, est enclin à continuer d'accepter des mandats additionnels tant que ses bénéfices privés anticipés – la possibilité de s'approprier des rémunérations plus élevées ou de renforcer sa réputation sur le marché des dirigeants – dépassent ses coûts marginaux personnels. Ceux-ci comprennent généralement des charges de travail plus élevées, des risques d'échec consécutifs plus importants, des pertes potentielles qui peuvent en résulter à travers les instruments d'incitation, ainsi que des opportunités de mutation ou d'augmentation de rémunération manquées dans sa firme d'origine.

²⁷⁰ Pour être complet, notons que FICH (2005) s'interroge aussi sur les conséquences du cumul de mandats pour la firme d'origine des cumulards. Néanmoins, l'auteur est davantage orienté sur les effets enregistrés au niveau de la firme d'arrivée et ne consacre qu'une petite partie de ses travaux à ce second aspect.

Au vu des raisonnements présentés, PERRY / PEYER (2005) admettent que la probabilité qu'un dirigeant exécutif accepte des mandats externes, décision *a priori* désavantageuse pour la société d'origine, soit plus élevée lorsque la firme connaît un potentiel de conflits d'agence plus important, à savoir lorsque l'écart entre les coûts et les gains respectifs anticipés pour le dirigeant en question et la firme concernée est plus grand.²⁷¹ Pour modéliser le potentiel de conflits d'agence, ces auteurs ont recours à deux mesures. D'une part, ils proposent de retenir le critère de l'indépendance des membres du conseil d'administration, l'argumentation étant qu'une part élevée d'administrateurs non indépendants témoigne de conditions conflictuelles plus importantes. D'autre part, la problématique d'agence est abordée à travers le nombre d'actions ou de *stock-options* détenues par l'administrateur exécutif dans la firme de départ. Ce second aspect permet de rendre compte des mesures d'incitation mises en place en vue d'aligner le comportement du mandataire sur les intérêts des actionnaires. Compte tenu de l'élargissement de la perspective, les auteurs parviennent donc à concevoir quatre cadres d'analyses. La figure suivante montre, de façon schématique, les différentes perspectives du modèle (figure 17).

Figure 17 : Les différentes perspectives d'analyse



Source : élaboré à partir des travaux de PERRY / PEYER (2005)

L'échantillon comprend 349 annonces d'acceptation d'un nouveau mandat de contrôle par un administrateur exécutif, recensées pour la période 1994-1996. Pour chacun des deux critères retenus, les auteurs conçoivent – en fonction du potentiel de conflits d'agence – deux groupes, le classement étant effectué selon que la firme d'origine est positionnée au-dessus ou en-dessous de

²⁷¹ Pour un modèle théorique sur l'impact potentiel des mandats externes exercés par un directeur exécutif sur la performance de son entreprise d'origine, cf. CONYON / READ (2006).

la médiane des sociétés retenues. L'analyse descriptive de l'échantillon montre quelques premiers résultats intéressants. Ainsi, les entreprises d'origine sont, en moyenne, plus grandes que les firmes accueillant le dirigeant comme nouveau « contrôleur ». S'y ajoute que le nombre de mandats occupés semble fonction de la performance réalisée par le passé, ce qui confirme l'argumentation avancée par les travaux antérieurs. En fin de compte, le phénomène du cumul de mandats paraît s'appliquer en premier lieu aux *CEOs* qui représentent 55 % des cas retenus.²⁷²

Les résultats des travaux témoignent du rôle fédérateur que les conflits d'agence semblent jouer quant à l'incidence du cumul de postes. En effet, lorsque la firme d'origine se caractérise par une faible quote-part d'administrateurs indépendants ou par un niveau de détention d'actions et / ou de *stock-options* relativement faible, les mandats externes exercés par les dirigeants suscitent une réaction significativement négative du côté des marchés financiers, mesurée par la rentabilité boursière anormale cumulée sur une période de trois jours autour de l'annonce. Cette réaction s'amplifie lorsqu'il s'agit du *CEO* même, indiquant que les coûts d'opportunités anticipés sont plus élevés pour ce groupe de personnes. De surcroît, la réaction négative se renforce au fur et à mesure que le nombre de postes qu'exerce le dirigeant en question augmente. En revanche, la réaction des marchés boursiers est positive lorsque l'administrateur exécutif accepte un mandat dans une entreprise du secteur financier, du même secteur économique, ou détenant d'importantes opportunités de croissance. Dans ce cas, le marché semble donc anticiper les futurs avantages des postes additionnels pour l'entreprise de départ en termes d'apprentissage ou de transfert d'informations et de connaissances spécifiques.

L'analyse du cumul de mandats à partir de la société d'arrivée met en lumière des résultats similaires. Ainsi, la réaction du marché est clairement négative lorsque le « cumulard » vient d'une entreprise connaissant un potentiel de problèmes d'agence important. En revanche, aucun effet ne peut être constaté dans le cas inverse. À la différence des deux perspectives précédentes, les problèmes d'agence ne semblent pas déterminants au niveau des sociétés tierces, l'impact du cumul de mandats y restant non significatif. Finalement, l'analyse de l'effet total pour l'ensemble des sociétés concernées corrobore les résultats obtenus jusqu'ici. Ainsi, la réaction des marchés est positive lorsque la firme de départ se caractérise par un potentiel de problèmes d'agence relativement faible, mais toujours négative dans le cas contraire. Les opportunités de croissance de la firme d'arrivée ont un impact positif ; il en va de même lorsque le conseil manque d'administrateurs indépendants ou quand les firmes agissent dans le même secteur économique. Ces résultats

²⁷² Bien que ces chiffres soient plus élevés que ceux trouvés par FICH (2005), ils confirment également un rôle prépondérant du *CEO* parmi le groupe des administrateurs « cumulards ».

confirment l'argument selon lequel la nomination d'un dirigeant issu d'une entreprise se caractérisant par une « bonne gouvernance » est généralement saluée par le marché, supposant que sa présence conduit à une meilleure discipline au conseil et, *in fine*, à une plus forte création de valeur. En revanche, la réaction négative dans le cas où le dirigeant vient d'une firme « problématique » et lorsqu'il occupe déjà un nombre important de postes, étaye l'hypothèse d'une surcharge de temps qui risque d'aboutir à un contrôle trop laxiste.

Compte tenu des divers résultats précités, PERRY / PEYER (2005) parviennent à deux conclusions centrales. Premièrement, le cumul de mandats n'a pas nécessairement un effet négatif sur la performance, mais peut également – en fonction du niveau de gouvernance de la firme de départ – stimuler la création de valeur. Cette stimulation se réalise vraisemblablement à travers des aspects d'apprentissage, de réseau ou de signalisation de la qualité *managériale*. Deuxièmement – et cette conclusion nous paraît beaucoup plus lourde de conséquences –, à partir du moment où ce sont essentiellement les problèmes de gouvernance structurelles qui paraissent être à l'origine des sous-performances de firmes, tout débat sur une limitation du cumul de mandats (de direction et / ou de contrôle) manque de justification puisque une telle décision ne s'adresserait qu'aux symptômes, et non à la cause même du problème.

Une autre analyse de l'impact des liens personnels sur la performance a été réalisée par FICH / SHIVDASANI (2006). L'étude porte sur 508 sociétés industrielles retenues sur la période 1989-1995. L'aspect du cumul de mandats s'y voit non seulement appréhendé par un simple décompte du nombre de postes occupés en dehors des murs de la firme en question, mais aussi par une classification des organes de contrôle des entreprises en « *busy* » lorsque ceux-ci sont majoritairement constitués d'administrateurs exerçant au moins trois mandats. Par ailleurs, les administrateurs sont distingués selon la nature des relations individuelles qu'ils entretiennent avec l'entreprise en « internes » (*insiders*), « dépendants » (*gray directors*) et « externes » (*outsiders*). Selon les chiffres indiqués dans l'étude, le phénomène du cumul de mandats sociaux semble être largement répandu dans les grandes entreprises américaines. Ainsi, 52,3 % des administrateurs et 21,4 % des conseils peuvent être qualifiés de « *busy* ».²⁷³

²⁷³ Notons que les auteurs indiquent parallèlement un pourcentage très faible de l'ordre de seulement 0,36 % concernant la part des firmes classées « *interlocked* ». Par ailleurs, ces chiffres s'opposent nettement à ceux trouvés par HALLOCK (1997) et FICH (2005). La définition de la notion « *interlocked* » nous paraît quelque part incohérente. Ainsi, les auteurs désignent un conseil « *interlocked* » lorsque le CEO d'une entreprise siège au conseil de la société originaire de l'un de ses administrateurs externes. Or, parallèlement, ils excluent à travers la définition d'un administrateur « externe » toute existence de liens croisés avec le CEO.

Cf. FICH / SHIVDASANI (2006, p. 696, tableau 2), « [...] *Outside directors are those that are not current or former employees of the firm, are not relatives of the CEO, have no business deals with the firm other than their directorship, and do not have interlocking directorships with the CEO. We classify boards as being interlocked if the CEO sits on the board of an outside director. [...]* ».

En ce qui concerne les conséquences du cumul de mandats, les travaux font ressortir quatre résultats majeurs. Tout d'abord, les firmes à conseil « *busy* » enregistrent des valeurs de marché significativement plus faibles. De fait, les ratios de *Marris* de ce groupe sont en moyenne 4,2 % plus bas, comparés à ceux des sociétés de référence. Les résultats restent significatifs lorsque d'autres mesures de performance telles que la rentabilité économique, le ratio chiffres d'affaires / total d'actifs ou le taux de marge sont mobilisées. Le classement « *interlocked* » du conseil d'administration paraît, quant à lui, également réduire la valeur de la firme, ce résultat n'étant toutefois que faiblement significatif.

L'étude montre ensuite un effet négatif du cumul de mandats sur le taux de départ forcé du *CEO*. Cet indicateur s'avère plus faible quand l'organe de contrôle est majoritairement composé d'administrateurs « *busy* ». Le cumul de postes paraît ainsi déterminer l'incidence de la performance. En effet, tandis qu'une chute de 50 % de la rentabilité économique augmente la probabilité de départ du *CEO* de 3,5 %, celle-ci ne croît que de 0,6 % lorsque les administrateurs externes sont en majorité « *busy* ».²⁷⁴ De surcroît, l'annonce de départ de « contrôleurs » externes « *busy* » suscite des revenus anormaux plus élevés que le départ d'un administrateur « ordinaire ». Cette réaction s'amplifie quand le conseil devient majoritairement non « *busy* » après le départ d'un « cumulaire ». Finalement, l'analyse révèle une réaction boursière négative lorsqu'un administrateur accepte un nouveau mandat, le rendant ainsi « *busy* ». Une telle réaction peut également être observée lorsque les conseils d'administration correspondants changent de classement de « *not busy* » en « *busy* ». Dès lors, les coûts d'un mandat additionnel anticipés par le marché semblent donc contrebalancer les bénéfices potentiels en termes de réputation ou d'expérience lorsqu'un administrateur excède un seuil de mandats jugé acceptable.

Les résultats des travaux de FICH / SHIVDASANI (2006) confirment les arguments généralement avancés par l'approche financière de la gouvernance. Ainsi, le cumul de postes paraît nuire au niveau de contrôle du conseil d'administration, la baisse de la discipline étant causée par un travail inefficace des « cumulards » supposés surchargés. Ceci se traduit par une valorisation boursière plus faible et une moindre vraisemblance d'un départ forcé du *CEO*. En revanche, les actionnaires réagissent positivement en cas d'une réduction des « cumulards ». Notons finalement que, malgré ces résultats assez clairs, les auteurs ne s'expriment pas explicitement en faveur d'une limitation des postes de contrôle, notamment en raison de la non-considération des corollaires qu'aurait une telle mesure, par exemple, au niveau de l'incitation à

²⁷⁴ FICH / SHIVDASANI (2006, p. 715-716) trouvent des résultats similaires lorsque l'aspect de l'indépendance du conseil d'administration est ajouté à l'analyse. Dans le cas d'un conseil indépendant, une chute de 50 % de la rentabilité économique ajustée au secteur industriel augmente la probabilité de départ forcé du *CEO* de 6,9 % quand la majorité des administrateurs externes ne cumule pas de postes, mais seulement de 1,5 % lorsque ces administrateurs sont « *busy* ».

la création de capital réputationnel ou des valorisations des sociétés liées par les « cumulards ». En conséquence, ils concluent prudemment que, pour certaines entreprises, une moindre sollicitation des « cumulards » au conseil pourrait s'avérer avantageuse.

À la différence des travaux portant sur les effets des liens personnels sur la rémunération, aucune conclusion générale ne peut être tirée pour le second groupe. Alors que quelques travaux récents démontrent un impact clairement négatif du cumul de mandats sur la performance de l'entreprise, de nombreuses études plus anciennes ne trouvent aucune liaison significative entre les deux aspects. Plutôt que de suivre une logique simple, l'incidence des liens personnels nous semble en conséquence davantage fonction des niveaux conflictuels entre dirigeants et actionnaires au sein des firmes concernées. Ceci étant, le cumul de mandats paraît généralement salué quand les « cumulards » viennent de firmes ayant une « bonne gouvernance ». En revanche, le marché semble se méfier des administrateurs multimandats lorsque ces derniers sont originaires de sociétés à problèmes d'agence importants.

2.1.3 Les effets des liens personnels sur d'autres mécanismes de gouvernance

Après avoir présenté les travaux évoquant les conséquences des relations personnelles pour la performance et les niveaux de rémunération des mandataires, nous nous intéresserons ci-après aux études qui traitent des effets des liens interconseils sur d'autres mécanismes de gouvernance déterminant également la capacité de création de valeur. Parmi ces mécanismes, les OPA hostiles suscitent, depuis longtemps, un intérêt particulier.

L'une des premières analyses traitant de la question du cumul de mandats face au sujet des *takeovers* a été réalisée par SHIVDASANI (1993). Cet auteur cherche à analyser si des différences relatives aux caractéristiques du conseil d'administration ont un effet sur l'incidence des OPA hostiles. Pour approximer l'efficacité de l'organe de contrôle, trois leviers sont mobilisés. D'une part, on calcule la quote-part d'administrateurs externes, ces derniers étant classés « affiliés » en cas d'existence de relations familiales ou professionnelles avec les dirigeants, autrement « non affiliés ». D'autre part, on mesure la détention d'actions par les administrateurs externes. Enfin, on tient compte du phénomène des liens interconseils, appréhendé à travers le décompte du nombre de mandats additionnels exercés par ce groupe d'administrateurs. Ajoutons, finalement, que l'étude s'appuie sur un échantillon large de 1.158 firmes, recensées pour la période 1980-1988. Cet échantillon est classé en 3 groupes : les entreprises faisant l'objet d'une OPA hostile (247 firmes), celles connaissant une OPA à l'amiable (258 firmes) et, à des fins de comparabili-

té, les entreprises exclues de toute activité de fusions et acquisitions (653 firmes). L'étude révèle plusieurs résultats marquants concernant le rôle des administrateurs externes. Ainsi, leur quote-part n'a pas d'influence sur la probabilité d'une firme d'être victime d'une OPA hostile. De surcroît, dans les firmes-cible, ce groupe d'administrateurs détient moins d'actions et occupe moins de postes de contrôle additionnels que leurs homologues au sein des firmes de référence. Le premier point confirme l'effet incitatif de l'intéressement des administrateurs externes au capital de la firme, cette forme de rémunération étant censée réduire – grâce aux efforts de contrôle renforcés – la probabilité pour une firme de se faire racheter. Pour ce qui est de la liaison négative constatée entre le nombre de mandats supplémentaires et ladite variable, l'auteur en conclut que les « contrôleurs » externes des firmes-cible – en raison d'une mauvaise performance de ces dernières – paraissent moins bien évalués sur le marché externe des administrateurs et des dirigeants, et, en conséquence, sont moins susceptibles d'obtenir des mandats de contrôle supplémentaires.

L'existence d'un effet de réputation jouant sur le nombre de mandats cumulés est également confirmée par BROWN / MALONEY (1999). Ces deux auteurs partent de l'hypothèse d'une défaillance disciplinaire du conseil d'administration en cas de domination par les administrateurs internes. L'argumentation sous-jacente relève des travaux de MACE (1971), NADER *et al.* (1974) et EISENBERG (1976), et a été reprise par JENSEN (1993, pp. 862-867) sous le terme de « *board culture* ». ²⁷⁵ Ainsi, un conseil dominé par des mandataires internes se caractériserait par un contrôle moins sévère vis-à-vis du *management*. Or, en l'absence d'une perspective de contrôle pertinent, les administrateurs externes auraient tendance à démissionner plutôt qu'à défier les « contrôleurs » internes pour infléchir leur gestion. De fait, ne disposant pas d'un véritable pouvoir disciplinaire, une telle réaction permettrait aux administrateurs externes de protéger leur réputation, qui, autrement, courrait le risque de se dégrader. Notons qu'un tel raisonnement est généralement utilisé lors des discours visant à augmenter le nombre de « contrôleurs » externes pour améliorer la performance.

Suivant cette argumentation, une société qui enregistre une mauvaise performance devrait connaître plus de départs d'administrateurs externes. Dans l'objectif de vérifier cette hypothèse, BROWN / MALONEY (1999) analysent, sur un échantillon de 82 firmes, l'incidence de plusieurs caractéristiques du conseil d'administration sur la performance. À cette fin, ils distin-

²⁷⁵ Cf. JENSEN (1993, p. 863) : « *Board culture is an important component of board failure. The great emphasis on politeness and courtesy at the expense of truth and frankness in boardrooms is both a symptom and cause of failure in the control system. [...] The result is a continuing cycle of ineffectiveness : by rewarding consent and discouraging conflicts, CEOs have the power to control the board, which in turn ultimately reduces the CEO's and the company's performance* ».

guent deux groupes selon que les firmes aient procédé ou non, lors des années précédentes, à des acquisitions ayant suscité des performances négatives et, par la suite, entraîné des tentatives d'achat hostiles. La validité de l'argument de réputation est testée à travers le nombre de mandats que cumulent les administrateurs externes. Si l'étude trouve un taux de départ plus élevé des administrateurs externes dans les firmes confrontées à des tentatives d'achat hostiles en raison de mauvaises performances précédentes, la quote-part des « contrôleurs » externes n'a, cependant, pas d'incidence significative sur la performance.²⁷⁶ Le taux de départ des administrateurs externes est donc négativement lié à la performance, celui des internes positivement. De plus, la participation des administrateurs au capital joue positivement sur la performance. Enfin, il existe une relation positive entre le cumul de mandats et la performance, ce qui confirme l'importance de l'effet de réputation sur l'obtention de postes de contrôle externes.

Une analyse similaire menée par COTTER *et al.* (1997) confirme ces résultats. Les auteurs s'interrogent sur le rôle que jouent les administrateurs indépendants lorsque leur firme est confrontée à une offre publique d'achat. Sur la base de 169 annonces d'OPA recensées pour la période 1989-1992, ils trouvent que l'indépendance des administrateurs de la firme-cible s'avère favorable aux actionnaires de cette dernière.²⁷⁷ En effet, les firmes se caractérisant par une majorité d'administrateurs non exécutifs indépendants enregistrent des rentabilités cumulées plus élevées que les sociétés de référence, tant au niveau des offres initiales qu'après révision de l'offre publique. Par ailleurs, cet effet s'amplifie en cas de succès de l'OPA en question.

L'aspect des liens personnels est doublement abordé dans l'étude. D'une part, sont recensés les mandats externes qu'exercent les administrateurs de la firme-cible, l'objectif étant de vérifier si leur réputation – à travers les activités de contrôle – influence les bénéfices d'une OPA pour les actionnaires.²⁷⁸ À ce titre, on trouve pour les entreprises ayant une majorité d'administrateurs indépendants un nombre plus élevé de mandats (de direction et de contrôle) externes. Néanmoins, aucune influence significative sur la rentabilité boursière ne peut être constatée. Dès lors, un engagement des administrateurs de la firme-cible dans des sociétés non concernées par l'OPA ne semble pas se faire au détriment des actionnaires. D'autre part, l'analyse vérifie l'impact de la présence d'un dirigeant de la firme « offreur » au conseil de la firme-cible, le raisonnement étant que cela provoquerait des conflits d'intérêt et / ou des asymétries d'infor-

²⁷⁶ La performance a été mesurée en tant que rentabilité anormale cumulée sur une période de trois jours, allant de la veille de l'annonce de l'acquisition jusqu'au lendemain. Cf. BROWN / MALONEY (1999, p. 21).

²⁷⁷ Concernant l'indépendance des administrateurs, il convient de noter que, pour COTTER *et al.* (1997, p. 199), un administrateur « cumulard » est parallèlement considéré comme indépendant tant qu'il n'entretient / n'entretenait pas de relation professionnelle ou personnelle substantielle avec l'équipe dirigeante ou la firme même.

²⁷⁸ COTTER *et al.* (1997, p. 199) excluent du décompte les mandats exercés dans des filiales de la société-cible, les postes exécutifs externes des administrateurs et les fonctions dans des associations professionnelles.

mation.²⁷⁹ Ici, une influence légèrement négative sur les primes initiales d'une OPA peut être constatée. Outre cet aspect, l'étude démontre que les liens réduisent la probabilité que la firme-cible s'oppose à l'OPA en question. Parallèlement, la présence d'administrateurs communs dans la firme-cible et la firme « offreur » réduit la probabilité d'offres concurrentes.

Une autre étude, réalisée par BEASLEY (1996), cherche à vérifier s'il existe une liaison entre la composition du conseil d'administration et le risque de manipulations comptables. L'analyse repose sur 75 firmes ayant fait l'objet, au cours de la période 1980-1991, d'une manipulation de bilan. L'échantillon est complété par 75 entreprises « non fraudeuses » qui s'apparentent aux premières en termes de taille, de secteur industriel et de disponibilité de données. Ces deux échantillons ont permis de réaliser une étude comparative de l'incidence de la composition du conseil d'administration sur l'occurrence de pratiques comptables non conformes. Les travaux montrent que les organes de contrôle des firmes « fraudeuses » sont constitués de moins d'administrateurs externes que ceux des firmes de référence.²⁸⁰ Curieusement, ni la présence d'un comité d'audit, ni sa composition n'affectent la pertinence de cette relation. Dès lors, pour clairement réduire le risque de manipulation comptable, la « bonne » composition du conseil d'administration même semble plus déterminante que celle du comité d'audit.

Afin d'affiner son analyse, l'auteur vérifie après, par des tests supplémentaires, si les caractéristiques des administrateurs déterminent la probabilité d'une manipulation comptable. C'est ici que l'aspect des liens personnels est abordé. Il en ressort une liaison positive entre le nombre de mandats externes exercés par les administrateurs et l'occurrence de fraudes bilantielles. L'exercice d'un nombre élevé de postes conduirait ainsi à réduire – faute d'une surcharge de travail en raison des nombreuses responsabilités externes – l'efficacité de contrôle du « cumulard » ce qui aboutit à un risque plus élevé de manipulations comptables. Ces résultats donnent gain de cause à la « *Busyness-Hypothesis* » et étayent l'argumentation en faveur d'une limitation du nombre de postes externe autorisés. De surcroît, ils vont de pair avec une étude récente de SCHNAKE *et al.* (2005) qui montre une relation positive entre le nombre de firmes externes liés grâce aux « cumulards » et les investigations des rapports annuels sous forme *10-K* au niveau des groupes financiers. Ajoutons que, selon une étude très récente de KANG (2008), la révélation de fraudes peut aussi, à travers les administrateurs multimandats, affecter la réputation publique des entreprises liées et y entraîner des pertes de valeur.

²⁷⁹ Notons que cette configuration particulière existe dans 12,4 % des cas et qu'elle semble aller de pair avec une participation importante de l'offreur dans le capital de la firme-cible. Cf. COTTER *et al.* (1997, p. 204).

²⁸⁰ Tandis que les administrateurs externes représentent en moyenne 64,7 % des contrôleurs dans le groupe des firmes « non fraudeuses », ce pourcentage n'atteint que 50,2 % pour les firmes ayant fait antérieurement l'objet d'une manipulation comptable. Notons à ce titre que, lorsque le groupe d'administrateurs externes est séparé en personnes indépendantes (*independent*) et dépendantes (*grey*), BEASLEY (1996, p. 457) obtient des résultats similaires. Ainsi, les firmes « fraudeuses » sont généralement composées de moins d'administrateurs indépendants et dépendants que les entreprises du groupe de référence.

Malgré leur nombre restreint, les études du troisième groupe nous montrent donc une liaison clairement négative entre les liens interconseils et certains aspects spécifiques de gouvernance. Les liens provoquent des comportements opportunistes du côté des mandataires, survenant sous la forme d'une plus forte résistance des firmes à des prises de contrôle hostiles, ou encore, par une plus forte propension à manipuler les chiffres comptables. Ceci induit une sous-valorisation boursière des entreprises au détriment de leurs actionnaires. De surcroît, une mauvaise performance nuit à la réputation des administrateurs externes sur le marché du travail et débouche, ainsi, sur une moindre obtention de futurs mandats de contrôle.

Ajoutons, finalement, qu'il existe, outre les travaux susnommés, diverses autres études empiriques abordant, de façon collatérale, le sujet des liens interconseils. Dans une analyse récente sur l'effet de réputation du marché du travail externe des états-majors, FICH / SHIVDASANI (2007) montrent ainsi que les administrateurs « cumulards » de firmes, poursuivies pour raison de fraude, subissent une baisse plus sensible du nombre de mandats exercés dans le futur. Par ailleurs, les sociétés liées enregistrent des revenus anormaux cumulés négatifs. Conformément à cela, la réaction du marché en cas de départ d'un administrateur « coupable » est positive.

Si ce type d'analyse fournit aussi des informations sur le rôle des liens interconseils, il s'agit, cependant, d'une étude de l'effet de performance du cumul de mandats. Notre travail de recherche visant à mettre en lumière l'impact des liens personnels sur ce point, ces travaux ne seront, en conséquence, pas retenus dans nos présentations et tableaux récapitulatifs.

Compte tenu du nombre important d'études présentées, nous pensons qu'il n'est pas inutile de résumer leurs principaux résultats quant aux effets des liens interconseils sur la performance (tableau 19). En regardant l'ensemble des travaux, un résultat particulièrement intéressant ressort. Alors que les analyses traitant l'impact sur des aspects de gouvernance spécifiques révèlent très majoritairement un impact négatif, les études empiriques abordant leurs conséquences sur la performance directe trouvent des résultats disparates.

Ainsi, les liens interconseils semblent réduire l'efficacité du conseil d'administration, ce qui se traduit par des rémunérations plus élevées des dirigeants – et parfois même des administrateurs – une plus forte propension à manipuler les chiffres comptables, un taux de départ forcé plus faible du *CEO* ou, encore, une plus forte résistance contre des tentatives d'achat hostiles. Ces actions opportunistes nuisent tant à la réputation des mandataires qu'à la création de valeur. En revanche, la situation semble moins claire pour les travaux traitant l'impact direct sur la performance. Si certains travaux montrent des effets négatifs sur la création de valeur, d'autres ne trouvent pas de relation statistiquement significative et encore d'autres observent que le cumul de mandats peut même parfois s'avérer bénéfique pour l'entreprise.

Tableau 19 : L'impact des liens personnels sur la performance : les résultats des études disciplinaires réalisées aux États-Unis

Auteur(s)	Période d'observation	Taille de l'échantillon	Variable(s) expliquée(s)	Résultat(s) de l'étude	Impact sur la discipline
Shivdasani (1993)	1980-1988	1.158 firmes	Probabilité d'O.P.A. hostiles	> les administrateurs externes d'une firme victime d'une O.P.A. hostile, exercent moins de mandats de contrôle supplémentaires	négatif*
Dowen (1995)	1989-1992	310 firmes	MTB	> relation positive entre le nombre de mandats détenus en moyenne par les administrateurs d'un conseil et la performance comptable	positif
			EBIT / total de l'actif	> relation positive entre le nombre de mandats détenus en moyenne par les administrateurs d'un conseil et la performance comptable	positif / pas d'effet**
Beasley (1996)	1980-1991	150 firmes	Probabilité de manipulations comptables	> relation positive entre le nombre de mandats externes et le risque de manipulations comptables	négatif
Cotter et al. (1997)	1989-1992	169 tentatives d'O.P.A.	Rentabilité boursière après l'annonce d'une O.P.A.	> rentabilité négative lorsqu'un administrateur de la firme-cible est dirigeant de la firme offreuse	négatif
				> aucune influence du nombre de mandats exercés par les administrateurs de la firme-cible	pas d'effet
				> plus faible résistance face à l'O.P.A. en cas de partage d'un administrateur	négatif
				> probabilité d'offres concurrentes plus faible lorsqu'un administrateur de la firme-cible est dirigeant de la firme offreur	négatif
Hallock (1997)	1992 (1976)	602 (252) firmes	Rémunération du CEO	> les CEOs issus des firmes connectées par des relations personnelles croisées réalisent des rémunérations plus élevées	négatif
				> les différences de rémunération diminuent après neutralisation des effets de taille et des liens existant en raison des relations d'affaires, mais restent significatives	négatif

Source : propre tableau établi à partir des études y figurant

* Il s'agit, ici, d'un effet négatif intermédiaire sur la discipline qui entraîne une pénalisation par le marché du travail externe des administrateurs sous la forme d'une moindre allocation de mandats de contrôle dans le futur.

** Cette variable est significative en combinaison avec la première lors des régressions simultanées, mais perd de la significativité dans une analyse individuelle.

Tableau 19 (suite) : L'impact des liens personnels sur la performance : les résultats des études disciplinaires réalisées aux États-Unis

Auteur(s)	Période d'observation	Taille de l'échantillon	Variable(s) expliquée(s)	Résultat(s) de l'étude	Impact sur la discipline
Brown / Maloney (1999)	1982-1986	82 firmes	Rentabilité anormale autour de l'annonce d'une acquisition	> relation positive entre le nombre de mandats externes et la performance de la firme	positif (négatif*)
Core / Holthausen / Larcker (1999)	1982-1984	205 firmes	Rémunération du CEO	> pas d'influence significative du nombre de liens réciroques sur la rémunération du CEO > CEO réalise des rémunérations plus élevées dans les firmes dont le conseil est constitué d'administrateurs cumulant au moins trois mandats supplémentaires	pas d'effet négatif
Vafeas (1999)	1990-1994	307 firmes	Ratio de Marris	> aucun effet du nombre de mandats cumulés en moyenne par un administrateur indépendant sur la valeur de la firme	pas d'effet
Ferris / Jagannathan / Pritchard (2003)	1994-1998	3.190 firmes	Ratio de Marris	> aucune influence du cumul de mandats sur la performance > la première nomination d'un cumulard suscite des revenus anormaux positif > les firmes ayant des conseils composés de "cumulards" ne courent pas de risque plus élevé de faire l'objet d'une procédure contentieuse	pas d'effet positif pas d'effet
Fich / White (2003)	1991	366 firmes	Rémunération du CEO Taux de départ du CEO	> les CEO s des firmes réciproquement connectées obtiennent des rémunérations globales plus élevées > les CEO s des firmes réciproquement connectées se caractérisent par un taux de départ plus faible	négatif négatif

Source : propre tableau établi à partir des études y figurant

* Il s'agit, ici, d'un effet négatif intermédiaire sur la discipline qui entraîne une pénalisation par le marché du travail externe des administrateurs sous la forme d'une moindre allocation de mandats de contrôle dans le futur.

Tableau 19 (suite) : L'impact des liens personnels sur la performance : les résultats des études disciplinaires réalisées aux États-Unis

Auteur(s)	Période d'observation	Taille de l'échantillon	Variable(s) expliquée(s)	Résultat(s) de l'étude	Impact sur la discipline
Fich (2005)	1997-1999	1.493 nominations d'administrateur / 432 firmes	Revenus anormaux cumulés (CAR)	> réaction positive du marché en cas de nomination d'un administrateur indépendant occupant la fonction du <i>CEO</i> dans sa firme d'origine, mais négative pour la firme de départ quand le <i>CEO</i> est "jeune"	positif / négatif
				> aucune influence du nombre de mandats externes des administrateurs nommés	pas d'effet
Perry / Peyer (2005)	1994-1996	349 nominations d'administrateur	Revenus anormaux cumulés (CAR)	> la réaction du marché face au cumul de mandats est positive lorsque la firme de départ se caractérise par un potentiel de conflits d'agence faible, négative dans le cas contraire	positif / négatif
				> réactions négatives amplifiées lorsque le "cumulard" occupe la fonction du <i>CEO</i> ou quand la firme se caractérise par d'importantes opportunités de croissance	négatif
Brick / Palmon / Wald (2006)	1992-2001	237 firmes	Rémunération des administrateurs (y comprise celle du <i>CEO</i>)	> relation positive entre le nombre de "cumulards" au conseil d'administration et la rémunération des administrateurs	négatif
				> relation positive entre l'existence de liens interconseils réciproques via <i>CEO</i> s et la rémunération des administrateurs	négatif
Fich / Shivdasani (2006)	1989-1995	508 firmes	Ratio de Marris	> plus faible valeur de marché des firmes ayant une majorité d'administrateurs "cumulards"	négatif
			Taux de départ forcé du <i>CEO</i>	> plus faible taux de départ forcé du <i>CEO</i> dans les sociétés dominées par les "cumulards"	négatif
			Revenus anormaux	> revenus anormaux positifs en cas d'annonce de départ d'administrateurs "cumulards"	négatif

Source : propre tableau établi à partir des études y figurant

2.2 Les analyses des liens personnels en France

À la différence des travaux américains, les analyses françaises portant sur les effets des liens interconseils ne sont pas très nombreuses. Ce constat paraît surprenant à deux niveaux. D'une part, le thème du cumul de mandats rencontre, depuis longtemps, de vives critiques du côté des marchés financiers et de la presse en France. D'autre part, les codes de gouvernance, mis en place depuis les années 90 en réponse à ces critiques, avaient explicitement abordé le problème du cumul de mandats. De surcroît, il n'existe que très peu de travaux confirmant empiriquement un impact négatif des liens interpersonnels.

L'une des premières études qui s'interroge sur les conséquences du cumul de mandats en France est celle de CHARREAUX (1991). L'aspect des liens interconseils n'y est appréhendé qu'en tant que variable explicative. De fait, partant des faiblesses d'études antérieures portant sur la relation entre la structure de propriété et la création de valeur – selon l'auteur, celles-ci se caractériseraient souvent par des mesures inadéquates ou des fondements théoriques peu approfondis – l'étude cherche à éclairer la question de la détermination de la performance à travers les caractéristiques organisationnelles de la firme. Pour y parvenir, l'auteur reconduit, sur un échantillon français, un certain nombre de tests effectués par DEMSETZ / LEHN (1985) et MORCK *et al.* (1989). Pour tenir compte de la structure de propriété, les entreprises considérées sont séparées en sociétés *managériales*, familiales et contrôlées. Les tests empiriques menés ne démontrent, toutefois, aucune liaison significative entre différents indicateurs de séparation propriété / décision et diverses mesures de performance, et confirment ainsi la thèse de la neutralité de DEMSETZ (1983) concernant la valeur pour les actionnaires.²⁸¹

Compte tenu de ces résultats, l'auteur développe un modèle élargi qui, en s'appuyant sur les travaux de LAWRIWSKY (1984) et de FAMA / JENSEN (1983a, b), permet de prendre en compte plusieurs caractéristiques organisationnelles de la firme.²⁸² Les tests du modèle démontrent que la thèse de la neutralité paraît dominer tant qu'on retient une performance actionnariale. En effet, au niveau des mesures basées sur la rentabilité des capitaux propres, aucune catégorie organisationnelle ne paraît l'emporter sur les autres. En revanche, partant d'une perspective de maximisation de la valeur globale, la thèse de la convergence des intérêts de JENSEN / MECKLING (1976) semble pouvoir être corroborée. Ainsi s'avère-t-il que les sociétés familiales réalisent de meilleures performances que les autres formes organisationnelles.

²⁸¹ Pour les différentes approches concernant l'incidence de la répartition du capital sur la performance, cf. également partie II, chapitre 2, section 1, point 1.1 dans cette thèse.

²⁸² Il s'agit de variables cherchant à approximer l'écart de séparation propriété / décision, l'intensité de contrôle du conseil d'administration et les contraintes externes auxquelles est soumise l'entreprise.

Si l'étude de CHARREAUX (1991) parvient à éclairer la nature de la relation entre la structure de propriété et la performance, la question du cumul de mandats, reste, quant à elle, toujours ambiguë. De fait, les coefficients de régression sont mitigés et, pour la plupart, non significatifs. Seuls deux résultats apparaissent significatifs : une liaison positive entre le nombre de mandats cumulés et la rentabilité des capitaux propres en valeurs de marché pour les sociétés managériales, et une liaison de même nature entre le cumul de mandats et le ratio de *Marris* pour les sociétés familiales.²⁸³ Du fait de l'absence d'une réaction négative face au phénomène des liens personnels, la « *Busyness-Hypothesis* » ne peut donc être corroborée.

Une autre étude traitant des effets des liens personnels sur la performance a été réalisée par PAQUEROT (1996). Cet auteur s'intéresse aux stratégies d'enracinement grâce auxquelles les dirigeants cherchent à neutraliser l'impact des divers mécanismes de contrôle internes et externes, proposés notamment par la théorie de l'agence pour contraindre l'espace discrétionnaire des *managers*. En pratique, ces stratégies consistent généralement en la mise en place de politiques de sur ou de sous-investissement, ou encore, en la sélection de collaborateurs particulièrement loyaux, l'objectif étant d'accroître la valeur des actifs spécifiques des dirigeants en vue de rendre leur remplacement plus coûteux, voire impossible.

Selon l'auteur, le cumul de mandats constitue l'un de ces leviers stratégiques dont les dirigeants se servent pour élargir leur marge décisionnelle, mais aussi pour augmenter leur rémunération et / ou les avantages d'autre nature. Notons que la poursuite d'objectifs individuels par un dirigeant – ce que lui permet son enracinement – réduit la pression exercée sur ce dernier pour maximiser la création de valeur dans l'intérêt des actionnaires. Ainsi, la sécurisation de l'emploi d'un dirigeant « enraciné », réalisée par le réseau relationnel établi *via* ses nombreux mandats, semble avoir pour contrepartie une moindre performance.

Cette présomption négative est empiriquement confirmée par l'étude. En effet, partant d'un échantillon de 120 dirigeants pour l'année 1993, PAQUEROT (1996) trouve une liaison significativement négative entre le nombre de mandats de PDG exercés auparavant et le ratio de *Sharpe*.²⁸⁴ En revanche, le nombre de mandats d'administrateur ne paraît pas influencer la performance. Ainsi, il apparaît que c'est justement la position du Président-directeur général qui permet d'établir des structures relationnelles néfastes aux actionnaires.

²⁸³ Notons toutefois que l'étude de CHARREAUX (1991) se caractérise par des sous-échantillons étroits. Ainsi, le groupe des firmes familiales ne comprend qu'entre 29 et 36 entreprises, celui des firmes contrôlées entre 41 et 42, et celui des firmes managériales 17 sociétés. La taille de l'échantillon total varie entre 87 et 95 entreprises.

²⁸⁴ PAQUEROT (1996) calcule les coefficients de corrélation de Spearman entre le nombre de mandats de PDG exercés en 1990 et la moyenne triennale du ratio de *Sharpe* sur la période 1991-1993.

Outre ces résultats, l'auteur identifie un certain nombre d'autres facteurs déterminant l'ampleur de l'enracinement des dirigeants. D'abord, un nombre élevé de postes de PDG occupés auparavant semble s'avérer favorable à l'obtention de mandats de premier dirigeant dans le présent, vraisemblablement grâce au soutien des réseaux établis par le passé. Ensuite, il existe une influence positive du nombre de mandats antérieurs et de l'âge du dirigeant sur la durée du mandat du PDG actuel. Par ailleurs, l'ancienneté et la durée de mandat du PDG sont également positivement liées à la probabilité d'un dépassement de l'âge de retraite.

Notons de même qu'une durée de mandat longue conduit à une augmentation du taux de rotation des administrateurs. Ainsi, un dirigeant « enraciné » semble être enclin à changer régulièrement les « contrôleurs » pour accroître l'asymétrie d'information. En revanche, un nombre élevé de mandats de PDG – ce qui indique un réseau de pouvoir plus développé – rend le dirigeant moins soucieux d'un remaniement continu du conseil d'administration. Finalement, l'étude révèle une corrélation positive entre le nombre de mandats de PDG et le risque de l'entreprise mesuré par l'écart type des rentabilités boursières hebdomadaires.

Finalement, une étude récente et exhaustive du réseau de liens personnels français a été effectuée par NGUYEN-DANG (2006). Cet auteur critique le fait que, pour vérifier l'efficacité du conseil d'administration, la majorité des travaux en finance se contente de tester le degré d'indépendance des administrateurs. Or, une telle appréhension omettrait de nombreuses relations informelles et sociales pouvant exister entre dirigeants et administrateurs. Ayant souvent un caractère implicite, ces relations constitueraient, selon l'auteur, « le petit monde des élites d'affaires ».²⁸⁵ Cette notion fait référence au phénomène de « *small world* », principalement développé par MILGRAM (1967) et WATTS / STROGATZ (1998).²⁸⁶

L'intention principale de l'étude de NGUYEN-DANG (2006) est de s'appuyer sur le modèle du « petit monde » afin de déterminer plusieurs variables approximatives du réseau de liens personnels français allant au-delà de la simple considération du nombre de mandats cumulés. Une fois ces variables déterminées, il s'agit de vérifier si le réseau affecte l'efficacité du conseil d'administration. L'avantage de ce procédé est double. D'une part, il permet de vérifier en quoi le réseau s'avère favorable à ses participants, par exemple, s'il leur permet d'élargir leur espace discrétionnaire et / ou de sécuriser leurs emplois. D'autre part, le modèle sert à tester dans quelle mesure les avantages détectés pour les personnes appartenant à un réseau influencent la performance des entreprises dont elles sont originaires.

²⁸⁵ Notre traduction. Cf. NGUYEN-DANG (2006, p. 2) : « [...] *the corporate elite's small world* ».

²⁸⁶ Pour les travaux récents portant sur le phénomène du « petit monde », cf. notamment CHABI / MAATI (2005) pour le système français et KOGUT / WALKER (2001) pour le système allemand.

L'échantillon de l'étude repose sur les plus grandes sociétés françaises figurant au « Guide des États-majors ». Sont retenues pour la période 1994-2001, après diverses éliminations et corrections, 2.536 semestres de firmes.²⁸⁷ Les analyses descriptives révèlent l'existence d'un « petit monde » qui paraît notamment provenir de la formation des principaux dirigeants. Ainsi, 60 % environ des PDG des sociétés considérées sortent d'une Grande École, les plus connues d'entre elles – l'École Polytechnique et l'ENA – jouant un rôle-clé. Pour ses adhérents, le réseau semble servir de « catalyseur » au niveau professionnel. Ainsi, il s'avère que les PDG issus d'une école élitiste exercent davantage de mandats qu'un PDG n'ayant pas suivi une formation comparable. Cet effet s'amplifie quand le PDG appartient à un Grand Corps, notamment l'Inspection des Finances. Notons, toutefois, que seuls les mandats réciproques ont été retenus dans l'étude.

En cohérence avec les conclusions proposées par la gouvernance financière, l'étude trouve une liaison négative entre la performance boursière réalisée par le passé et le taux de départ du PDG. Fait surprenant, les PDG ayant suivi une formation élitiste réalisent des performances plus faibles que les *managers* ayant reçu une formation non élitiste.²⁸⁸ Or, les « dirigeants réseau » bénéficient d'une protection d'emploi lorsqu'ils sont entourés d'administrateurs faisant partie des mêmes cercles sociaux qu'eux-mêmes. Cet avantage se traduit par un risque de départ plus faible en cas de mauvaise performance.²⁸⁹ Si, malgré tout, le PDG se fait licencier, il trouve – grâce à ses contacts au sein du réseau – plus facilement un nouvel emploi. Au niveau du cumul de mandats, l'étude fait ressortir des résultats intéressants. Premièrement, l'auteur ne trouve aucune influence du nombre de mandats cumulés par le PDG sur la performance de la firme, tant en valeurs boursières que comptables. Il en va de même pour le nombre de mandats réciproques exercés par le PDG. Deuxièmement, la probabilité d'obtenir des mandats réciproques dépend positivement de la performance réalisée par le passé. Finalement, les PDG exerçant au moins un mandat réciproque courent un risque moins élevé d'être licenciés en cas de mauvaise performance. Le tableau suivant donne un aperçu des travaux français portant sur le phénomène des liens personnels (tableau 20).

²⁸⁷ Compte tenu de la focalisation sur les données semestrielles, NGUYEN-DANG (2006, p. 9) se contente d'indiquer le nombre total de semestres de firmes collectés, aucune information sur le nombre des firmes figurant dans l'échantillon n'est donnée. À partir du nombre de semestres indiqués, nous admettons que l'étude porte sur environ 160 entreprises (estimation : 2.536 semestres de firmes : 2 = 1.268 années de firmes sur une période de huit ans (1994-2001) = 158,5 firmes).

²⁸⁸ Sont appréhendées ici tant la performance financière (rentabilité boursière sur une période de 18 et 24 mois, précédant le départ du PDG) que comptable (variation du rapport *earnings before interest and taxes / total assets*). Cependant, il n'y a que pour la variable formation des PDG dans une Grande École que ces différences sont fortement (valeurs de marché) ou faiblement (valeurs comptables) significatives. En revanche, le critère d'appartenance à un Grand Corps ne se révèle que faiblement significatif au niveau de la performance boursière. Enfin, une distinction affinée selon les principaux Grands Corps et Grandes Écoles ne se révèle pas significative. Cf. NGUYEN-DANG (2006, tableau V).

²⁸⁹ À ce titre, cf. également l'étude de PICHARD-STAMFORD (2000). Celle-ci sera traitée, en raison du cadre théorique choisi, dans la partie évoquant les analyses qui retiennent une approche sociostratégique.

Tableau 20 : L'impact des liens personnels sur la performance : les résultats des études disciplinaires réalisées en France

Auteur(s)	Période d'observation	Taille de l'échantillon	Variable(s) expliquée(s)	Résultat(s) de l'étude	Impact sur la discipline
Charreaux (1991)	1980	74-95 firmes	Ratio de Marris	> liaison positive entre la valorisation des sociétés familiales et le cumul de mandats	positif
			Rentabilités des fonds propres (valeurs de marché)	> influence positive du cumul de mandats dans les sociétés managériales	positif
Paquerot (1996)	1991-1993	120 dirigeants	Ratio de Sharpe (moyenne tricennale)	> liaison négative entre le nombre de mandats de PDG occupés auparavant par un dirigeant "enraciné" et la performance	négatif
				> pas de relation entre le nombre de mandats d'administrateur occupés auparavant par un dirigeant "enraciné" et la performance	pas d'effet
Nguyen-Dang (2006)	1994-2001	2.536 semestres de firmes (≈ 160 firmes*)	Rentabilité boursière future (N+1)	> aucun impact du nombre de mandats (réciproques) exercés par le PDG sur la performance financière	pas d'effet
			EBITDA	> aucun impact du nombre de mandats (réciproques) exercés par le PDG sur la performance comptable	pas d'effet
			Taux de départ forcé du PDG	> liaison négative entre le nombre de mandats réciproques exercés par le PDG et le risque de départ en cas de mauvaise performance	négatif

Source : propre tableau établi à partir des études y figurant

* = notre propre estimation ; aucun nombre de firmes indiqué dans l'étude

2.3 Les analyses des liens personnels en Allemagne

L'inventaire des études réalisées sur les liens personnels interconseils en Allemagne fait apparaître le même phénomène qu'en France. Alors que les critiques à ce sujet – notamment depuis la décennie passée – ne cessent de s'enchaîner dans les médias, la presse économique et les débats publics, les travaux analysant empiriquement les incidences des réseaux d'administrateurs sur l'efficacité du système de gouvernance d'outre-Rhin sont pratiquement inexistants. En effet, à l'heure actuelle, il n'existe que très peu d'analyses étudiant ce phénomène en tant que facteur d'influence potentiel sur la performance de l'entreprise.

Parmi le peu d'études traitant empiriquement des liens interconseils allemands, celle de PFANNSCHMIDT (1995) est le plus souvent citée. Portant sur un échantillon large de 492 entreprises, retenues pour l'année 1989, cet auteur s'interroge sur les caractéristiques des relations établies à travers le conseil de surveillance et le directoire. À ce titre, 7.778 mandats ont pu être identifiés, dont 27 % environ sont exercés par des membres de directoire, tandis que les administrateurs externes non exécutifs occupent 73 % des postes. Alors que la plus grande majorité des mandataires ne détient qu'un seul mandat, 14 % des personnes recensées occupent environ un tiers des postes. Un groupe restreint de six personnes exerce chacune même plus de dix mandats. En ce qui concerne les multimandataires au conseil de surveillance, il convient également de noter qu'il s'agit presque exclusivement de représentants actionnariaux. En effet, seuls 10 % des administrateurs cumulant trois mandats et 5 % des personnes occupant parallèlement cinq postes font partie du groupe des représentants salariaux.

Si la description des caractéristiques des liens interconseils s'avère particulièrement exhaustive, l'étude passe cependant rapidement sur la question de l'influence du cumul de mandats sur la performance. À ce sujet, les travaux font ressortir une relation positive entre le nombre de liens personnels établis vers d'autres firmes et diverses variables financières.²⁹⁰ Néanmoins, cette relation ne s'avère significative que pour le taux de marge moyen.²⁹¹ Si ce dernier résultat paraît à première vue solide, on ne peut cependant – en raison de la définition des liens recensés – en tirer des conclusions définitives. En effet, l'auteur comptabilise toute relation établie vers d'autres firmes à partir du directoire et du conseil de surveillance.

²⁹⁰ PFANNSCHMIDT (1995, pp. 197-199) explore l'impact du total des liens établis sur six mesures différentes, à savoir les taux de croissance annuels de l'actif immobilisé et des fonds propres, le ratio de *Marris*, les rentabilités de l'actif total et des capitaux propres, ainsi que le taux de marge, chacune de ces mesures étant calculée comme moyenne sur la période 1987-1989.

²⁹¹ Notons, cependant, que le taux de marge ne constitue pas, à notre avis, un indicateur très pertinent car son niveau varie souvent considérablement d'un secteur économique à l'autre.

Partant de cette définition large de l'échange d'états-majors, le total des liens personnels entretenus regroupe quatre formes relationnelles différentes :

- (1) les relations créées *via* l'exercice de mandats de direction externes par les membres du directoire ;
- (2) les relations nouées quand les dirigeants siègent parallèlement dans des conseils de surveillance externes ;
- (3) les liens interconseils résultant de la présence de dirigeants externes au conseil de surveillance, et enfin ;
- (4) les relations établies quand un administrateur siège simultanément dans d'autres organes de contrôle externes.

Compte tenu des multiples raisons qui peuvent faire naître les relations interfirmes, chacun des groupes précités pourrait *a priori* être à l'origine de l'influence constatée. Néanmoins, nous tenons à faire remarquer que l'interprétation du résultat ne serait pas forcément identique. En effet, si le nombre de liens tient au fait que les *managers* occupent de nombreux postes de direction ailleurs (1), le résultat trouvé renverrait plutôt à l'acquisition de compétences *managériales* qui semblent favorablement appliquées au niveau de la gestion de l'entreprise considérée. D'un autre côté, un cumul de liens interconseils selon le motif (2) témoignerait essentiellement des expériences en matière de contrôle acquises par les *managers* qui les font gérer – par crainte de se retrouver confrontés aux mêmes contrôles – de façon plus conforme aux intérêts des actionnaires. En revanche, si les liens interfirmes sont associés aux membres du conseil de surveillance, ceci indiquerait, soit un avantage dû aux diverses expériences acquises lors de l'exercice de mandats de direction externes qui permet de « poser les bonnes questions » aux dirigeants (3), soit l'acquisition de compétences en matière de contrôle (4) lors de leurs multiples mandats externes qui se traduisent par un meilleur niveau de discipline.

Au niveau des différents groupes, l'auteur trouve une corrélation positive entre les liens interfirmes de la forme (1) et (2) et la rentabilité des capitaux propres. Par ailleurs, une relation positive peut être constatée avec le taux de croissance des fonds propres.²⁹² Selon l'auteur, ces résultats témoignent d'un accès privilégié et peu coûteux des dirigeants aux informations et à des experts, ce qui paraît s'avérer favorable à l'entreprise. Au vu des résultats qui indiquent une influence plutôt favorable des liens personnels sur la performance, l'auteur se prononce contre une quelconque limitation du cumul de mandats.²⁹³

²⁹² Les relations de forme (2) se caractérisent aussi par une relation positive avec le taux de marge (*Ibid.*, p. 198).

²⁹³ Précisons toutefois qu'en dehors des tests de corrélation, aucune régression multi-variée n'a été effectuée. Dès lors, les résultats appellent à la prudence, les corrélations n'indiquant pas le sens de la causalité.

Une étude intéressante a été réalisée par WENGER et KASERER (1998). Partant de l'image, souvent avancée par la presse économique étrangère, selon laquelle le système de gouvernance allemand – en raison du rôle de coordination que jouent les grandes banques et les compagnies d'assurances – serait plus efficient que celui des économies anglo-saxonnes, les auteurs cherchent à démentir cette thèse en dévoilant les inconvénients systémiques de la « *Deutschland AG* ». Selon eux, les mécanismes de contrôle traditionnels auraient été systématiquement détruits outre-Rhin. Ceci semble principalement dû à trois phénomènes.

Premièrement, l'existence de multiples participations financières croisées, peu réglementées, aurait conduit à la mise en place d'un système de contrôle dense et mutuel qui échapperait majoritairement aux influences extérieures. Deuxièmement, le système de vote par procuration aurait concentré le contrôle du capital de grandes parties de l'économie dans les mains de quelques banques et groupes d'assurance. Enfin, un dispositif législatif peu efficace pour discipliner les équipes dirigeantes aurait renforcé les deux premières tendances, permettant aux groupes leaders de la « *Deutschland AG* » de bénéficier d'une protection quasi-complète de tout contrôle. Dès lors, le système de gouvernance allemand ne permettrait pas de surmonter les failles du système *managérial* américain, mais finirait par aboutir aux mêmes résultats.²⁹⁴

Pour tester les conséquences de la position prépondérante des banques au sein du système allemand, WENGER / KASERER (1998) vérifient sur une longue période allant de 1973 à 1993 l'impact de la présence des banques sur la performance d'un échantillon constitué de 48 grandes sociétés non financières. Les résultats confirment l'image négative dessinée par les auteurs. En effet, les entreprises sous influence bancaire connaissent des rentabilités financières totales significativement plus faibles, même après ajustement pour la performance du secteur économique.²⁹⁵ La relation détectée se renforce lorsque la condition d'une « dominance des banques » pendant toute la période d'observation est imposée.

L'intérêt de l'étude que nous venons de présenter pour nos travaux réside dans le fait qu'elle traite également de l'aspect liens personnels. Appréhendé à partir du nombre de postes de contrôle qu'occupent en moyenne les banques, le phénomène des liens interconseils ne révèle également aucune influence significative sur la performance de la firme. L'étude confirme ainsi les résultats obtenus auparavant par PFANNSCHMIDT (1995). Ajoutons, finalement, que les auteurs montrent que même la présence d'un banquier à la tête du conseil de surveillance ne conduit pas à un renforcement significatif de la performance sur le long terme.

²⁹⁴ Cf. aussi les explications relatives au réseau interfirmes allemand dans la partie I, chapitres 2.2 et 2.3.

²⁹⁵ Sont considérées comme étant soumises à une influence des banques les entreprises pour lesquelles la part du capital détenue par le secteur bancaire atteint au moins les 10 % (WENGER / KASERER, 1998, pp. 69-70).

Bien que les travaux vérifiant l'influence des liens personnels sur la rémunération des dirigeants se soient limités, par le passé – vraisemblablement en raison d'un manque de données individuelles au niveau des salaires des *managers* allemands – aux entreprises anglo-saxonnes, deux études empiriques portant sur les « *Blue Chips* » allemandes ont été très récemment publiées outre-Rhin (BALSMEIER / PETERS, 2009 ; ENTORF *et al.*, 2009). Si l'approche théorique mobilisée dans la seconde étude nous conduit à préférer sa discussion après la présentation du rôle des liens interconseils dans les perspectives sociostratégiques, la première analyse, elle, s'inscrit dans un cadre théorique disciplinaire justifiant ainsi sa discussion subséquente.

L'étude de BALSMEIER / PETERS (2009) part d'un échantillon large comprenant les 100 plus grandes entreprises allemandes figurant dans les rapports réguliers de la MONOPOL-KOMMISSION. L'étude repose sur les années 2000, 2002, 2004 et 2006 qui sont observées au moyen de tests de *panel* à effets fixes et à effets aléatoires. L'aspect réseau y est opérationnalisé par le décompte du nombre d'entreprises issues de l'échantillon qui sont connectées *via* un membre de l'équipe dirigeante. Pour vérifier l'existence d'un lien entre le cumul de mandats des dirigeants et leur rémunération, les auteurs partent d'une hypothèse disciplinaire classique selon laquelle l'occupation d'un nombre plus important de postes externes permettrait d'augmenter le pouvoir de négociation, ce qui se traduirait par des rémunérations plus importantes. De plus, ils cherchent à tester l'hypothèse alternative supposant que des salaires plus élevés des « cumulards » pourraient aussi – à condition que le marché du travail externe des administrateurs fonctionne efficacement – être la résultante d'une récompense pour la performance réalisée.

Les analyses économétriques font ressortir deux principaux résultats. D'une part, il existe une relation significativement positive entre le nombre de sociétés connectées par les dirigeants et le niveau de rémunération moyen de ces derniers. D'autre part, le nombre de mandats de contrôle externes exercés par un dirigeant ne dépend pas du niveau de création de valeur de sa firme d'origine, ce qui contredit l'hypothèse que le cumul, par les dirigeants, de fonctions d'administrateur externes constituerait une récompense pécuniaire pour leur performance. Au regard de ces résultats, les auteurs concluent de façon négative sur les conséquences du cumul de mandats puisque l'envoi de mandataires à fonctions exécutives dans des organes de contrôle externes semblerait, entre autres, responsable des niveaux de rémunération élevés, ces derniers n'étant pas nécessairement fonction de leur compétences *managériales*. Ajoutons, toutefois, que l'étude peut être critiquée pour le fait qu'elle se limite à des liens personnels directs et qu'elle ne distingue pas les « cumulards » selon leur position et dans la firme de départ, et dans les sociétés accueillantes. Les résultats des travaux allemands sont résumés ci-après (tableau 21).

Tableau 21 : L'impact des liens personnels sur la performance : les résultats des études disciplinaires réalisées en Allemagne

Auteur(s)	Période d'observation	Taille de l'échantillon	Variable(s) expliquée(s)	Résultat(s) de l'étude	Impact sur la discipline
Pfannschmidt (1995)	1989	492 firmes	Taux de marge	> corrélation positive avec le nombre de liens personnels	positif
			Rentabilité des capitaux propres (valeurs comptables)	> corrélation positive avec le nombre de mandats externes exercés par les membres du directoire	positif
				> aucune corrélation avec le cumul de mandats des administrateurs non exécutifs	pas d'effet
Wenger / Kaserer (1998)	1973-1993	48 firmes	Rentabilité totale pour l'actionnaire	> aucune influence de la part moyenne des mandats de contrôle détenus par les banques	pas d'effet
Balsmeier / Peters (2009)	2000, 2002, 2004, 2006	70 firmes	Rémunération moyenne par dirigeant	> relation positive entre le nombre d'entreprises connectées à travers les mandats de contrôle externes des membres du directoire et la rémunération de ces derniers	négatif

Source : propre tableau établi à partir des études y figurant

2.4 Les analyses des liens personnels dans d'autres pays

Outre les différentes études empiriques américaines, françaises et allemandes que nous venons de présenter dans les sous-chapitres précédents, il existe aussi une littérature portant sur les effets des liens interconseils dans d'autres pays. Malheureusement, ces études semblent être peu nombreuses. Pour des raisons d'exhaustivité, nous avons, cependant, décidé d'aborder, par la suite, quelques travaux majeurs dernièrement réalisés sur ce thème.

Une analyse récente sur les liens interconseils en Suisse a été réalisée par LODERER et PEYER (2002). L'échantillon regroupe toutes les entreprises cotées à la *Zurich Stock Exchange* (ZSE) pendant les années 1980, 1985, 1990 et 1995 et varie entre 92 et 169 firmes. L'aspect des liens personnels y est appréhendé par le nombre d'administrateurs qu'une entreprise partage avec d'autres. Bien que la forme de liens retenue puisse paraître réductrice, elle est très répandue en Suisse. De fait, en 1980, le nombre moyen d'administrateurs communs atteint 9,7 pour la totalité des entreprises analysées et même 11,2 pour les sociétés « rescapées » durant la période d'observation. Ces chiffres connaissent une légère baisse au cours du temps et atteignent des valeurs de 6,5 et 9,7 en 1995, respectivement.

Outre le recoupement des conseils, les auteurs recensent le nombre de mandats externes exercés par les administrateurs. Ces derniers sont séparés en deux groupes. Tandis que le premier inclut les mandataires occupant la fonction de Président du conseil d'administration, le second comprend les administrateurs « ordinaires ». Cette distinction permet de démontrer les différentes incidences du cumul de mandats. En effet, pour le premier groupe, il existe une liaison positive entre les mandats exercés dans des sociétés cotées et le Ratio Q de *Tobin* ce qui corrobore l'hypothèse de réputation.²⁹⁶ En revanche, il existe une réaction clairement négative dans les sociétés non cotées, vraisemblablement parce que ces mandats paraissent moins appropriés pour acquérir des compétences de contrôle. Pour le second groupe, l'effet positif des mandats exercés dans des sociétés cotées ne peut être confirmé. En revanche, l'impact sur la performance est également négatif lorsque ces mandataires exercent des mandats externes dans des sociétés non cotées.²⁹⁷ Notons, finalement, que l'analyse de la rentabilité économique révèle globalement les mêmes effets sur la performance.²⁹⁸

²⁹⁶ Le ratio a été ajusté au secteur économique. Notons toutefois que le résultat relève d'une régression regroupant toutes les données de l'échantillon sans tenir compte de l'aspect temporel. Lorsque les analyses sont refaites pour chaque année d'observation, il n'y a que pour l'année 1980 qu'une relation significativement positive peut être constatée.

²⁹⁷ À l'exception de l'année 1990, ces résultats restent significatifs dans les régressions annuelles.

²⁹⁸ Toutefois, l'impact positif du cumul de mandats dans des sociétés cotées pour le groupe des administrateurs occupant parallèlement un poste de Président du conseil d'administration n'est que faiblement significatif.

Bien que les conséquences des liens personnels soient traitées dans la littérature depuis près de 20 ans, une grande majorité des travaux se contente d'aborder le sujet à travers un simple décompte du nombre de mandats exercés par les administrateurs et / ou les membres de l'équipe dirigeante. La nature des postes occupés étant différente, l'accomplissement d'un même nombre de mandats peut demander un budget de temps et d'effort considérablement différent. En effet, un directeur général qui préside parallèlement les conseils de contrôle de deux grandes sociétés doit faire face à un besoin de temps et de préparation supérieur à celui d'un administrateur non exécutif qui siège en même temps en tant que tel au sein de deux autres entreprises. Or, dans les deux cas, les mandats cumulés sont au nombre de trois postes.

Dans une étude récente sur les liens personnels australiens, KIEL / NICHOLSON (2006) ont essayé de prendre en compte cette dimension négligée. Portant sur un échantillon de 174 sociétés cotées pendant la période 2003-2004 à l'*Australian Stock Exchange (ASX)*, leur étude vérifie s'il existe une relation entre l'effort de travail demandé par les mandataires et la performance de l'entreprise. Pour y parvenir, les auteurs recensent non seulement le nombre total de mandats qu'exercent les administrateurs, mais estiment également le degré de connexion interfirmer en ajustant le premier chiffre à la taille du conseil d'administration et, enfin, calculent en heures de travail l'effort à produire pour accomplir leurs tâches. Ils retiennent 360 heures annuelles pour un simple mandat de contrôle, ce montant étant doublé pour le poste du Vice-président et triplé lorsqu'il s'agit du Président du conseil d'administration.

Malgré cet affinement des mesures du cumul de mandats, les auteurs ne trouvent aucune relation significative entre le nombre de postes occupés et la performance de l'entreprise, cette dernière étant mesurée par la rentabilité totale pour l'actionnaire, ajustée pour le risque.²⁹⁹ Le nombre de liens personnels interconseils établis *via* une entreprise ne permet pas d'en tirer des conclusions quant aux conséquences sur la performance. Dès lors, une limitation du nombre de mandats autorisés n'est pas étayée empiriquement. En revanche, les deux auteurs s'expriment explicitement en faveur d'une évaluation régulière, détaillée et critique du travail du conseil d'administration en vue d'améliorer son fonctionnement, son efficacité et d'adapter sa composition aux compétences et expériences demandées des administrateurs pour pouvoir orienter au mieux l'entreprise sur les plans économique et stratégique. Un aperçu des résultats des travaux que nous venons de présenter, est donné dans le tableau suivant (tableau 22).

²⁹⁹ Notons toutefois que les auteurs n'effectuent pas d'analyses de régression, mais se contentent de vérifier les relations supposées à travers une analyse de la matrice de corrélation.

Tableau 22 : L'impact des liens personnels sur la performance : les résultats des études disciplinaires réalisées dans d'autres pays

Pays	Auteur(s)	Période d'observation	Taille de l'échantillon	Variable(s) expliquée(s)	Résultat(s) de l'étude	Impact sur la discipline
Suisse	Loderer / Peyer (2002)	1980-1995	92-169 firmes	Ratio Q de Tobin	> relation positive entre le nombre de mandats exercés par les administrateurs occupant ailleurs la fonction du Président du conseil d'administration et la valeur de la firme	positif
				Rentabilité économique	> relation négative entre le cumul de mandats des administrateurs "ordinaires" et la rentabilité économique de la firme	négatif
Australie	Kiel / Nicholson (2006)	2003-2004	174 firmes	Rentabilité totale pour l'actionnaire	> aucune corrélation significative entre le nombre de mandats exercés par les administrateurs et la rentabilité actionnariale	pas d'effet

Source : propre tableau établi à partir des études y figurant

Conclusion du chapitre 2

Ce second chapitre nous a permis de mettre en lumière le rôle des liens personnels dans la théorie positive de l'agence. Basée sur une vision juridico-financière, cette approche propose de réduire les divergences d'intérêts, provoquées par la séparation des fonctions de *management* et de financement, à travers un dispositif de mesures incitatives et disciplinaires, susceptibles de contraindre les dirigeants à gérer conformément aux attentes des actionnaires. Le conseil d'administration constituant l'un des mécanismes de contrôle évoqués, l'approche se prête à étudier, plus particulièrement, le rôle des liens personnels interconseils.

En ce qui concerne l'effet de ce type de relations interfirmes sur la performance, la théorie positive de l'agence propose deux visions opposées. Dans une perspective négative, le cumul de mandats provoque une surcharge de temps des administrateurs et tend à réduire le contrôle de l'équipe dirigeante. De surcroît, les liens réciproques sont supposés conduire, *via* l'effet d'une dépendance mutuelle, à une réduction de la discipline exercée par le conseil. Dans les deux cas, le résultat serait alors une moindre création de valeur. En revanche, selon une vision positive, les « cumulards » sont disciplinés *via* un effet de réputation, exercé par le marché des administrateurs externes. Par ailleurs, leurs compétences de contrôle peuvent aussi contribuer à renforcer la discipline. Ces deux aspects tendent ainsi à améliorer la performance.

Nous avons présenté, dans un second temps, les résultats des travaux empiriques traitant de l'impact du cumul de mandats sur la performance de l'entreprise. Au niveau des études américaines, très nombreuses, l'image négative semble l'emporter. Ainsi, les liens personnels débouchent sur des rémunérations plus élevées et sur une moindre influence du marché des prises de contrôle. L'incidence directe sur la performance reste, toutefois, peu évidente. Alors que certains travaux montrent une réaction négative du marché financier, d'autres restent neutres ou détectent même un effet favorable. Si l'image négative semble prédominer aux États-Unis, cela ne peut être confirmé pour l'Europe Continentale. De fait, en raison de leur nombre limité et de la diversité des mesures empruntées, les analyses françaises et allemandes ne permettent pas de fournir une réponse claire. Si certains travaux trouvent une incidence négative, d'autres démontrent un impact plutôt positif ou n'arrivent pas à détecter une quelconque liaison entre lesdites variables. Il en va de même pour les rares analyses réalisées dans d'autres pays. La diversité constatée des résultats nous semble notamment due aux caractéristiques spécifiques des systèmes de gouvernance respectifs. En effet, ces derniers paraissent accorder – selon la structure de capital dominante dans ces systèmes – une importance différente au conseil d'administration concernant son rôle parmi les instruments disciplinaires existants.

Chapitre 3 : Le rôle des liens personnels interconseils dans les approches sociostratégiques

Selon les explications du chapitre précédent, la plupart des travaux en sciences économiques et de gestion abordent le thème des relations personnelles interfirmes à partir d'une perspective microéconomique financière. Dans cette vision, les liens personnels constituent un facteur spécifique qui est susceptible d'influencer l'efficacité des mécanismes disciplinaires, et notamment celle de l'organe de contrôle. À ce titre, l'impact des liens interconseils est habituellement étudié à travers l'analyse de la performance des entreprises impliquées, les études étant, très majoritairement, limitées aux conséquences du cumul des mandats sur la performance actionnariale. Bien qu'une image négative semble l'emporter au niveau de la discussion théorique, les nombreux travaux empiriques révèlent des résultats très disparates quant à l'importance des liens personnels interfirmes dans le processus de création de valeur.

Si les études originaires des sciences économiques et de gestion (pour la finance) se limitent à une vision disciplinaire pour appréhender le phénomène des liens personnels, les travaux issus de la sociologie et de la stratégie tiennent également compte de l'encastrement social des personnes interconnectées, ce qui permet de mieux expliquer certains aspects tels que le pouvoir ou la transmission de schémas cognitifs. Au sujet du rôle des liens interconseils dans une perspective sociostratégique, la recherche propose deux explications opposées.³⁰⁰

D'une part, les liens personnels occupent une fonction intégrative et servent à assurer des objectifs allant au-delà de la sphère de l'entreprise même. Étant au service d'une entité constituée, l'échange de mandataires est ainsi censé faciliter la poursuite de stratégies de pouvoir qui consistent à garantir, par exemple, la cohésion et la stabilité d'un ou de plusieurs groupes d'entreprises ou de propriétaires, ou encore d'une classe sociale. Dans cette perspective, les organes de gouvernance servent alors d'outils de pouvoir, autrement dit, de lieux d'exécution de stratégies individuelles pour atteindre des objectifs supérieurs. Grâce à ce rôle intégrateur des liens, une meilleure coordination des activités économiques des firmes de l'entité semble possible. En effet, en cas de déviation d'une ou de plusieurs entreprises des objectifs prédéterminés, la logique de coordination permet de justifier toute intervention visant à sécuriser les intérêts prioritaires de l'entité. Au vu de ce rôle élargi des liens interconseils, les travaux abordant la fonction d'intégration se concentrent ainsi tant sur l'analyse des caractéristiques globales des réseaux que sur celles des personnes connecteurs.

³⁰⁰ Pour un résumé des divers arguments avancés pour expliquer le rôle et l'incidence des liens personnels interfirmes, cf. notamment les travaux de SONQUIST / KOENIG (1975, pp. 197-199), SCOTT (1985), PETTIGREW (1992), CHARREAUX (2003, pp. 60-61) et NOLLERT (2005a).

D'autre part, les relations interconseils peuvent assurer une fonction interorganisationnelle. Dans cette seconde perspective, les liens personnels constituent le résultat de décisions autonomes du côté des sociétés visant à établir des coopérations avec d'autres firmes. À la différence de la perspective intégrative, les relations personnelles représentent ainsi l'un des dispositifs d'une firme pour atteindre des objectifs propres tels que la réduction de l'incertitude environnementale, l'échange d'informations et de connaissances ou l'accroissement de sa notoriété vis-à-vis des parties prenantes externes, et non un moyen au service des intérêts supérieurs du réseau. En d'autres termes, cette vision repose sur les efforts de cooptation économique des entreprises pour expliquer la mise en place des relations personnelles interfirmes.

Tout comme l'approche financière de la gouvernance, la perspective sociostratégique propose différentes argumentations quant aux conséquences des liens personnels sur la performance de l'entreprise, celles-ci dépendant, plus particulièrement, des courants mobilisés et des différentes mesures de performance retenues. À ce titre, c'est notamment la vision intégrative qui prête à des raisonnements différents. En effet, quand les liens interconseils servent à maintenir le pouvoir d'un ensemble d'entreprises, les actionnaires de ces firmes peuvent, le cas échéant, en profiter à travers de meilleures performances. En revanche, lorsque les échanges de mandataires entre les organes de gouvernance servent à assurer le pouvoir d'une classe sociale privilégiée, le risque d'une divergence d'intérêts entre ce groupe d'acteurs et les autres parties prenantes, et notamment les apporteurs de fonds propres, semble plus élevé.

À la différence de la perspective intégrative, la vision interorganisationnelle laisse présager une relation plutôt positive dans la mesure où les liens se trouvent au service des objectifs de la firme. La cooptation de fournisseurs dans l'organe de contrôle peut ainsi réduire l'incertitude externe et rendre possibles des conditions de livraison plus avantageuses, ce qui peut se traduire par une meilleure performance. Néanmoins, les cooptations ne correspondent pas forcément toujours aux intérêts des parties prenantes. Outre des conditions de financement plus favorables, la nomination d'un banquier dans l'organe de contrôle peut ainsi contraindre la direction à poursuivre une politique d'exploitation moins risquée. Dans un tel cas, la cooptation ne serait donc pas nécessairement conforme à l'intérêt des actionnaires.

Dans le chapitre suivant, nous présenterons les principales théories abordant le thème des liens personnels à partir d'une perspective sociostratégique. À ce titre, nous commencerons par la vision intégrative (section 1), pour présenter ensuite les courants appartenant à la vision interorganisationnelle (section 2). Nous terminerons par un résumé des études empiriques testant l'impact des liens personnels sur la performance de la firme (section 3).

Section 1 : La perspective intégrative

L'objectif de cette première section consiste à présenter les principaux courants théoriques à partir desquels les liens personnels interfirmes sont censés exercer une fonction intégrative.³⁰¹ Selon ces théories, le principal mobile pour une société d'accueillir dans son organe de contrôle des représentants d'autres entreprises consiste à garantir le pouvoir et l'influence d'un ensemble de firmes et / ou de personnes. Compte tenu de cette finalité, les liens personnels se trouvent alors au service d'un groupe d'entreprises et contribuent à la réalisation d'objectifs supérieurs prédéterminés au niveau du réseau. Autrement dit, les organes de gouvernance des entreprises participantes constituent, dans cette perspective, un important point de départ pour la poursuite et la réalisation de stratégies supra-organisationnelles.

La recherche en sociologie distingue généralement quatre approches pour expliquer le caractère supra-organisationnel des liens interconseils. Une première, très ancienne, relève des tendances à la concentration de l'économie allemande au tournant du XX^{ème} siècle et prétend que les multiples interconnexions personnelles et financières conduisent à une fusion des capitaux bancaire et industriel sous la forme d'une structure nouvelle: le « capital financier ». Celui-ci est censé aboutir à une cartellisation totale de l'économie sous la tutelle des établissements bancaires et des compagnies d'assurance. La seconde vision amoindrit l'image d'une domination totale par les banques au profit de l'hypothèse d'une hégémonie bancaire. Ici, les liens personnels – souvent de nature réciproque et moins hiérarchiques – servent à interconnecter les secteurs industriel et financier sans qu'il existe une immixtion directe des banques. Selon un troisième courant, les relations interconseils ont vocation à assurer le pouvoir d'un groupe d'entreprises, ce dernier ne devant pas nécessairement être originaire du secteur financier. Enfin, certains travaux attribuent aux liens personnels la fonction d'assurer le pouvoir d'une classe sociale concernant l'accès aux postes de commandement et de contrôle. Précisons, cependant, qu'il ne s'agit pas, ici, d'approches théoriques mutuellement exclusives, mais qu'elles peuvent interagir de pair, les mandataires « cumulards » étant les maillons de connexion transposant les intérêts individuels en intérêts de classe (USEEM, 1984, p. 59).

Dans les sous-sections suivantes, il s'agira de détailler ces théories. Nous commencerons avec la théorie du capital financier (sous-section 1.1), passerons ensuite à la théorie de l'hégémonie bancaire (sous-section 1.2) et à la théorie de la coordination et du contrôle (sous-section 1.3) et terminerons par la théorie de la cohérence de classe (sous-section 1.4).

³⁰¹ Au niveau de la perspective intégrative, certains auteurs utilisent parfois d'autres notions. Ainsi, PALMER (1983, p. 40) appelle les courants correspondants « approches intra-classes » tandis que SCHREYÖGG / PA-PENHEIM-TOCKHORN (1995, p. 206) parlent d'une perspective personnelle (*personale Perspektive*).

1.1 La théorie du capital financier

Apparentée au mouvement marxiste, la théorie du capital financier a été principalement développée par l'économiste germano-autrichien et ancien ministre des Finances allemand Rudolf HILFERDING (1970 [1909]).³⁰² Cette approche allait constituer, par la suite, l'élément central de la future théorie du « capitalisme organisé ». Inspiré par les travaux de JEIDELS (1905) sur les liens interfirmes allemands, menés quelques années auparavant, HILFERDING (1970 [1909], p. 318) emprunte, dans son analyse de la structure de l'économie d'outre-Rhin au début du XX^e siècle, la notion de « capital financier » pour caractériser les nombreux enchevêtrements existant entre les secteurs bancaire, industriel et commercial. Selon l'auteur, la forte interconnexion que l'on a pu observer, reposait notamment sur deux éléments centraux : un échange intense d'administrateurs et de dirigeants, et l'existence de multiples liens financiers ayant la forme de participations au capital ou de relations de crédit.

Dominées et dirigées par les banques, ces relations concerneraient les plus grandes entreprises et auraient conduit, d'après HILFERDING (1970 [1909], pp. 244-320), à une fusion du capital bancaire et industriel sous forme de puissantes entités organisées. En poursuivant des objectifs propres, les groupes ainsi constitués auraient favorisé l'émergence de structures de monopole qui risqueraient de conduire à une cartellisation de l'économie entière.³⁰³

L'argument fédérateur qui sous-tend la théorie de HILFERDING (1970 [1909]) est la dépendance des entreprises industrielles et commerciales du capital : ressource décisive que seules les banques et compagnies d'assurances sont à même d'offrir. Ce faisant, les entreprises financières créent une relation de dépendance à partir de laquelle elles cherchent à exercer une influence sur les groupes non financiers. Elles y parviennent notamment grâce aux participations financières et *via* l'envoi de leurs représentants dans les organes de contrôle de ces derniers (KOTZ, 1978, pp. 19-22 ; NOLLERT, 2005b, pp. 110-114).

³⁰² Parfois aussi dénommée « modèle du contrôle financier » (*cf.* NOLLERT, 2005b, p. 110), cette approche constitue un élément central dans la terminologie marxiste et, plus particulièrement, dans la théorie de Lénine sur l'impérialisme. Par ailleurs, la théorie du capital financier a conduit plus tard, aux États-Unis, à l'émergence de la « *bank control theory* », développée notamment par FITCH / OPPENHEIMER (1970) et KOTZ (1978). À ce titre, *cf.* également MINTZ / SCHWARTZ (1985, pp. 27-30 et 72-103).

³⁰³ *Cf.* HILFERDING (1970 [1909], p. 256) : « Au fur et à mesure [...] de l'enchevêtrement de plus en plus étroit des rapports entre les banques et l'industrie, la tendance se renforce, d'une part, d'éliminer de plus en plus la concurrence des banques entre elles, d'autre part, de concentrer tout le capital sous la forme de capital-argent et de le mettre seulement ensuite, par l'intermédiaire des banques, à la disposition de l'industrie. En définitive, cette tendance aboutirait à ce résultat qu'une banque ou un groupe bancaire disposerait de tout le capital-argent. Une telle 'banque centrale' contrôlerait ainsi toute la production sociale ». et (*Ibid.*, p. 271) : « Du fait que les firmes en concurrence sont ses clients, la banque n'a que des inconvénients à attendre de cette concurrence. Aussi s'efforce-t-elle de l'éliminer parmi celles auxquelles elle participe. Mais chaque banque est intéressée à obtenir un profit le plus élevé possible. Elle ne pourra y parvenir qu'en éliminant complètement la concurrence dans une branche d'industrie. D'où l'effort des banques en vue de créer des monopoles. Ainsi les tendances du capital bancaire coïncident avec celles du capital industriel en vue de l'élimination de la concurrence ».

Selon HILFERDING (1970 [1909], pp. 179-182), l'intérêt des banques à contrôler leurs firmes clientes repose principalement sur deux aspects : la nécessité de veiller au bon emploi des crédits consentis et la volonté de profiter des transactions de la clientèle professionnelle. Autrement dit, la banque cherche à sécuriser au mieux l'ensemble de ses enjeux financiers. Pour y parvenir, une présence permanente des banques dans le conseil de surveillance semble favorable. Dans la mesure où les organes de contrôle comprennent souvent des administrateurs qui sont parallèlement mandataires dans d'autres entreprises, l'envoi de représentants bancaires conduit alors à l'émergence de multiples relations personnelles, tant avec l'industrie qu'au sein du secteur financier. D'après l'auteur, cet échange d'administrateurs constitue la base d'une coordination étroite des différentes entreprises concernées.³⁰⁴

Bien que la concentration croissante de l'économie soit censée conduire à une diminution de la concurrence au profit de structures de monopoles, cet aspect n'était pas considéré, au début du XX^e siècle, comme un risque sociétal important. Au contraire, l'émergence d'un « capitalisme organisé » était plutôt supposée renforcer l'influence de l'État allemand sur les firmes réseau pour réaliser des objectifs macroéconomiques. Grâce à une gestion des entités en faveur d'une plus grande stabilité de l'économie, ce modèle était, de surcroît, perçu comme normativement plus avancé que le capitalisme de marché et était considéré, notamment par la Gauche, comme une étape intermédiaire pour établir un système socialiste.³⁰⁵

Dans la théorie du capital financier, la fonction de l'organe de contrôle consiste alors à garantir la cohésion de groupes constitués sous la tutelle des banques. Par conséquent, le réseau d'administrateurs n'est pas au service d'une seule entreprise, mais assure une fonction intégrative d'un ensemble de firmes (CHARREAUX / PITOL-BELIN, 1990, pp. 33-34). La validité de ladite théorie demande confirmation de l'existence de l'un des aspects suivants :

- une présence élevée de banquiers dans les organes de contrôle de l'industrie ;
- un recoupement important entre liens personnels et financiers ;
- un renouement des liens personnels en cas de dissolution imprévue ;
- un rétablissement d'une participation stratégique en cas de cession.

³⁰⁴ Cf. HILDERDING (1970 [1909], pp. 179-182) : « En tant que membre du conseil d'administration, le gros actionnaire reçoit [...] la possibilité d'exercer une influence sur l'administration de l'entreprise [...] Il se crée ainsi un cercle de personnes qui, grâce à leur propre puissance de capital ou en tant que représentants de la puissance concentrée de capitaux étrangers (directeurs de banques), font partie des conseils d'administration d'un grand nombre de sociétés par actions. Il se forme ainsi une sorte d'union personnelle, d'abord entre les différentes sociétés, ensuite entre celles-ci et les banques, union qui exerce une très grande influence sur la politique de ces sociétés du fait qu'il se crée entre elles un intérêt de propriété commun. [...] D'où la tendance à cumuler de tels postes de membres des conseils d'administration. [...] Cette union personnelle, qui est aussi un cumul de sièges de conseils d'administration entre les mains d'un petit nombre de gros capitalistes, devient importante dès qu'elle annonce ou amorce une liaison organique plus étroite entre les sociétés jusque-là indépendantes les unes des autres ».

³⁰⁵ Cf. notamment NAPHTALI (1966 [1928]), WINKLER (1973, pp. 9-12) et HILFERDING (1982 [1927]).

En ce qui concerne le premier aspect, il se voit confirmé par de nombreuses études empiriques.³⁰⁶ Si un grand nombre de travaux parvient à démontrer une position centrale des banques dans les réseaux interfirmes – puisqu’elles mettent à disposition une ressource universelle très demandée : le capital –, MIZRUCHI *et al.* (1995, pp. 657-658) objectent qu’une majorité omet, cependant, de vérifier si cette position coïncide avec un flux de ressources. Outre ces travaux, un certain nombre d’études confirme un recoupement entre les liens personnels et financiers.³⁰⁷ Enfin, plusieurs analyses confirment une tendance à la reprise de liens interrompus, les taux étant pourtant très différents selon les études considérées.³⁰⁸

Néanmoins, la théorie présentée ci-dessus rencontre diverses critiques que NOLLERT (2005b, pp. 112-113) résume en trois points. D’une part, la domination du capital financier est considérée, par certains auteurs, comme un phénomène temporaire s’appliquant à une phase spécifique de l’évolution du capitalisme. D’après SWEEZY (1946 [1942], pp. 254-286), l’influence des banques dépend du degré d’évolution de l’économie. Si les banques occupent une position stratégique pendant la période de concentration de l’industrie, leur rôle se limiterait, une fois un certain seuil de concentration atteint, à la prestation de services de base.³⁰⁹ D’autre part, la théorie ne s’exprime pas non plus clairement sur la capacité des banques à influencer sur la gestion des entreprises pendant la phase du capital financier. Est-ce vraiment leur objectif de s’immiscer directement dans le *management* ou ne sont-elles pas plutôt intéressées par un contrôle indirect ? Enfin, la théorie du capital financier tend à négliger la coutume selon laquelle, souvent, les groupes industriels envoient aussi leurs représentants dans les organes de contrôle des banques, rendant ainsi les relations interfirmes plus équilibrées.

Les critiques adressées à la théorie du capital financier ont donné lieu, dans les années subséquentes, à la naissance d’un autre modèle qui cherche à atténuer l’image d’une domination totale des banques, tout en leur accordant toujours une place privilégiée au sein de l’économie. Nous présenterons les grandes lignes de cette théorie dans la sous-section suivante.

³⁰⁶ Cf. notamment les travaux de DOOLEY (1969), ALLEN (1974), MARIOLIS (1976), PFEFFER / SALANCIK (1978, pp. 161-170), RICHARDSON (1987), MIZRUCHI / STEARNS (1988) et MIZRUCHI *et al.* (1995).

³⁰⁷ Cf. ici notamment WINDOLF / NOLLERT (2001) et RANK (2005).

³⁰⁸ À ce sujet, cf. les analyses de KOENIG *et al.* (1979), PALMER (1983), ORNSTEIN (1984), STEARNS / MIZRUCHI (1986), RICHARDSON (1987) et SCHREYÖGG / PAPENHEIM-TOCKHORN (1995).

³⁰⁹ Cf. SWEEZY (1946 [1942], pp. 267-268) : « *Hilferding mistakes a transitional phase of capitalism development for a lasting trend. It is true that during the period of the combination movement itself, when corporations and mergers are in the process of formation, the banks are in a strategic position which enables them to extend their sway over the key areas of the productive system. The process of combination, however, cannot continue indefinitely. [...] in the long run, economic power which is related to no economic function is bound to weaken and eventually disappear. This is exactly what happens to the power of the banks [...] Bank capital, having had its day of glory, falls back again to a position subsidiary to industrial capital, thus re-establishing the relation which existed prior to the combination movement. This does not mean that capitalism in general returns to earlier state [...] Only [its] base is industrial capital and not, as Hilferding thought it would be, bank capital* ».

1.2 La théorie de l'hégémonie bancaire

À partir des idées de HILFERDING (1970 [1909]) s'est développée, au fil du temps, une seconde approche : la théorie de l'hégémonie bancaire. Celle-ci peut être vue comme une révision de la théorie du capital financier, les arguments avancés quant à la prédominance des banques étant atténués au profit d'une vision moins restrictive, admettant l'existence d'une dépendance mutuelle entre la finance et l'industrie (NOLLERT, 2005b, pp. 114-117).

Ladite théorie relève principalement des travaux de MINTZ / SCHWARTZ (1985) et de GLASBERG (1989) sur les structures de propriété au sein de l'économie américaine. Ces auteurs reconnaissent explicitement l'importance qu'accorde HILFERDING (1970 [1909]) au secteur financier qui – grâce à la mise à disposition d'une ressource cruciale : le capital – occuperait une position centrale dans l'économie. Cette position privilégiée lui permettrait d'exercer une influence sensible sur les entreprises non financières, notamment à travers la menace d'annuler des crédits, les participations dans le capital, la représentation de banquiers dans les organes de contrôle des firmes industrielles, le système de votes par procuration, ainsi que les recommandations des banques quant à la gestion d'actifs de leurs propres fonds de pension et de placement (NOLLERT, 2005b, p. 114).

Néanmoins, à la différence du modèle du capital financier, la théorie de l'hégémonie bancaire part du principe que le secteur financier n'est ni disposé, ni en mesure d'intervenir durablement sur la gestion des firmes industrielles, l'argumentation sous-jacente étant qu'il n'existe pas de dépendance unilatérale de l'industrie vis-à-vis des banques, mais que la survie de ces dernières dépend également de leur sollicitation par le secteur productif. Par conséquent, les banques se contenteraient de surveiller leurs crédits, de satisfaire les besoins financiers de leurs clients et d'intervenir ponctuellement. À noter que la dépendance réciproque n'exclut cependant pas l'existence d'informations asymétriques. Au contraire, ce sont ces dernières qui expliquent pourquoi les banques occupent une position hégémonique, se traduisant, entre autres, par une raréfaction artificielle du capital, une tendance à l'oligopolisation des marchés financiers et un recoupement des sphères d'influence respectives pour mieux coordonner leur politique de gestion. Simplement, l'hégémonie bancaire n'est pas considérée ici comme donnée, mais comme relevant de l'alternance avec l'industrie. En conséquence, les relations sont supposées être moins hiérarchiques. Ceci se manifesterait, par exemple, dans les liens personnels qui seraient désormais noués dans les deux sens, permettant aux représentants de l'industrie de siéger également dans les conseils d'administration du monde de la finance (LEVINE, 1972 ; GLASBERG, 1989, p. 184 ; MINTZ / SCHWARTZ, 1985, pp. 30-44).

Selon MINTZ / SCHWARTZ (1985, pp. 35-44), ladite interdépendance asymétrique en matière de capital se traduit par un dilemme des entreprises industrielles au profit des banques. En effet, l'existence d'excédents de capitaux dans l'industrie conduit les banques – face à la crainte de voir diminuer leurs profits – à adapter leurs conditions de financement sans pour autant donner aux emprunteurs une plus grande influence sur le *management*. En revanche, une pénurie de fonds obligerait les firmes industrielles à s'adresser aux banques, l'objectif étant de solliciter des capitaux pour financer la croissance ou pour éviter une insolvabilité imminente. Or, ce dernier cas peut provoquer une perte de l'autonomie stratégique des sociétés concernées car les banques seront incitées à intervenir – habituellement jusqu'à ce que la crise soit surmontée – sur la gestion afin de sécuriser leurs apports de fonds.

En d'autres termes, l'universalité de la ressource « capital » facilite une implication des banques dans l'orientation stratégique du système productif de l'économie, cette position privilégiée étant encore renforcée par l'urgence fréquente des financements qui affaiblit le pouvoir de négociation du secteur productif. Cependant, il ne s'agit pas ici – contrairement à la théorie du capital financier – d'une domination des entreprises sous la forme d'un contrôle stratégique durable, mais d'une position hiérarchique puissante des banques dans les relations interentreprises qui permet de piloter les grandes évolutions au sein de l'économie.³¹⁰

Bien que la théorie de l'hégémonie bancaire ait été retenue – dans la mesure où elle amoindrit les hypothèses fortes de HILFERDING (1970 [1909]) – dans nombre de travaux empiriques portant sur les économies occidentales, plusieurs critiques peuvent également lui être adressées (NOLLERT, 2001, p. 117). Ainsi, certains auteurs contestent l'interaction active opérée par les « cumulards » (MACE, 1971). De surcroît, la finalité des relations interconseils ne semble pas évidente. Tandis que SCOTT (1987) argumente que dans les économies ouest-européennes les liens personnels servent majoritairement à des fins de cooptation, WINDOLF / BEYER (1995) et WINDOLF / NOLLERT (2001) concluent pour l'Allemagne et la France à des fins de contrôle. Enfin, le recoupement des sphères d'influence prête aussi à discussions. Ainsi, l'interconnexion des banques allemandes avec l'industrie parle plutôt en faveur de la théorie de l'hégémonie bancaire (PAPPI *et al.*, 1987 ; SCOTT, 1987). En revanche, l'absence de recoupements dans d'autres pays indique plutôt l'existence de groupes concurrents.

³¹⁰ Cf. MINTZ / SCHWARTZ (1985, p. 41) : « *Bank hegemony theory [...] asserts and implies a loose but powerful hierarchy in intercorporate interaction patterns. This hierarchy [...] implies a set of hegemonic relationships that connect and unite one sector – financial firms – with subordinate sectors – large industrials like auto manufactures – which connect with still other firms – like auto supply companies – and so on, until a large proportion of the economy is subject to coordination by corporate lenders [...]. This theory does not argue that each end every corporation is under tight, or even loose, control at all times. It does suggest, however, that the behaviors of major corporations are subject to and conditioned by their ongoing capital needs; and they therefore must fit their actions and strategies in the overall patterns determined by the major financial institutions* ».

1.3 La théorie de la coordination et du contrôle

La théorie de la coordination et du contrôle constitue un troisième modèle visant à expliquer le phénomène des relations interfirmes à partir d'une vision intégrative. L'approche repose principalement sur des travaux américains (FITCH / OPPENHEIMER, 1970 ; ZEITLIN, 1974 ; KOTZ, 1978), mais se retrouve également dans des travaux français (MORIN, 1974 ; BELLON, 1980). Si l'idée de la domination de l'économie par un réseau de pouvoir rapproche cette théorie du modèle du capital financier de HILFERDING (1970 [1909]), sa principale différence consiste en l'hypothèse que plusieurs groupes de firmes peuvent coexister concurremment. Sont habituellement distinguées deux variantes de cette approche, le contrôle étant assuré soit à travers les banques, soit *via* des entreprises familiales (SCOTT, 1985, p. 8).

Dans la littérature, la distinction entre les différents modèles retenant une vision supérieure de réseau ne semble pas toujours claire. À notre avis, la première variante de l'approche de la coordination et du contrôle peut être interprétée comme un modèle reposant à la fois sur des éléments du capital financier et de l'hégémonie bancaire. En effet, dans la mesure où les banques sont supposées présider des groupes de firmes se faisant mutuellement concurrence, l'hypothèse de HILFERDING (1970 [1909]) d'un objectif supérieur commun semble à nuancer au profit de l'existence de plusieurs entités, poursuivant des objectifs, certes toujours « supérieurs », mais spécifiques au groupement. L'affirmation du contrôle par les banques relève, quant à elle, de l'approche hégémonique. De fait, le pouvoir des groupes financiers est censé reposer sur leur rôle de fournisseur de capital, leurs participations et un placement habile de leurs représentants dans les organes de contrôle de l'industrie. Ces outils servent aux banques à créer des groupes d'intérêts sous leur tutelle, les intérêts de la finance étant considérés comme prioritaires par rapport à ceux de l'industrie. Dès lors, les liens personnels vont habituellement des banques à l'industrie, mais rarement en sens opposé (KOTZ, 1978).

Lorsque la domination est exercée par une entreprise familiale, l'influence relève également d'échanges de mandataires et de participations en capital, mais aussi de la coopération entre les membres des familles y participant. Ce second modèle constitue une approche souvent mobilisée pour expliquer la position hégémonique de quelques familles au sein d'une économie. À la différence du premier modèle, le centre du réseau est constitué de *holdings* et de sociétés d'investissement privées contrôlées par les familles entrepreneuriales. Notons toutefois que plus la position des banques dans ce système devient importante, plus les structures se rapprochent de la variante de coordination bancaire précitée (SCOTT, 1985, pp. 8-9).³¹¹

³¹¹ Au sujet de l'hégémonie familiale, cf. également ZEITLIN (1974) et ZEITLIN *et al.* (1974).

1.4 La théorie de la cohérence d'une classe sociale

Le modèle de la cohérence de classe part du principe que les administrateurs proviennent d'une classe sociale homogène. À la différence des théories précitées, l'accent n'est donc pas mis sur les firmes réseau, mais sur les personnes siégeant dans leurs organes de gouvernance. Celles-ci sont supposées mettre leurs mandats au service d'un objectif supérieur consistant à assurer, à travers une réduction des conflits dans le monde des affaires, la cohésion d'une classe sociale supérieure. Si le réseau se constitue différemment relativement aux approches précédentes, il assure toujours une fonction intégrative (DOMHOFF, 1970, 1979 ; USEEM, 1979, 1984 ; BEARDEN / MINTZ, 1987 ; NOLLERT, 2005b, pp. 121-128).

L'explication de l'objectif d'assurer le pouvoir d'une élite sociétale repose sur une similitude des profils de socialisation des administrateurs, et notamment des mandataires « cumulars ». Étant souvent originaires d'un même milieu social, ces derniers ont habituellement reçu des formations similaires dans un cercle restreint d'écoles élitistes et se caractérisent en conséquence par des convictions sociales proches (MILLS, 1969 [1956] ; USEEM, 1979, 1984 ; PALMER, 1983 ; BOURDIEU, 1989).³¹² Dans une étude comparative très récente des élites sociétales en Europe, HARTMANN (2007, p. 148) appelle cet aspect « *habitus* spécifique de classe ». D'après l'auteur, cette notion représente l'une des conditions décisives pour accéder aux plus hauts postes de responsabilité dans le monde des affaires. Pour pourvoir les positions les plus élevées au sein d'une entreprise, les personnes chargées du recrutement – à savoir les propriétaires et / ou les membres du conseil d'administration – sélectionneraient ainsi de préférence un candidat leur rassemblant au niveau de la personnalité et du parcours éducatif et professionnel.³¹³ Dans le cas de l'Allemagne, ces « codes officiels » comprendraient notamment un niveau élevé de connaissances générales et de culture sociale, une attitude entrepreneuriale optimiste, une confiance en soi ainsi qu'une certaine assurance (*Ibid.*, p. 147).

Grandir dans un environnement élitiste à caractère réseau semble particulièrement bénéfique pour développer ce type de « qualités ». En effet, noués depuis l'adolescence, les contacts personnels établis – souvent de nature amicale – sont censés se renforcer tout au long de la vie, notamment en raison d'un entretien régulier s'effectuant lors des rencontres professionnelles ou par l'adhésion aux mêmes associations et clubs privés.³¹⁴ Grace à cette infrastructure sociale, l'atteinte d'objectifs individuels de carrière semble donc plus facilement réalisable.

³¹² Pour le rôle de la formation dans des établissements élitistes, cf. notamment BAUER / BERTIN-MOUROT (1987, 1997), USEEM / KARABEL (1986) et HARTMANN (2007, pp. 61-157).

³¹³ Selon une étude de WESTPHAL / STERN (2006), les conséquences négatives de l'absence d'un tel *habitus* social, se manifestant, par exemple, dans l'attribution de moins de mandats, peuvent être partiellement compensées par une stratégie de flatterie du mandataire auprès de personnalités contrôlant l'accès au pouvoir.

³¹⁴ Cf. à ce titre notamment USEEM (1984, pp. 59-75), McPHERSON / SMITH-LOVIN (1987), WRIGHT / CHO (1992), KADUSHIN (1995) et NOLLERT / FIEDLER (2000).

À partir de l'ensemble des relations personnelles, USEEM (1979, 1984) identifie, dans ses travaux fondateurs, un « cercle intérieur » constitué des premiers cadres-dirigeants.³¹⁵ Parfois également dénommés « *big linkers* », ces derniers sont censés représenter – à travers leurs nombreux mandats de direction et / ou de contrôle – les *leaders* d'opinion du monde des affaires qui dirigent et dominent les flux d'informations (USEEM, 1982 ; SCOTT, 1985, p. 11). S'y ajoute que ces personnes entretiennent souvent des contacts étroits avec l'administration publique et la sphère politique, ce qui augmente davantage leur pouvoir d'influence.³¹⁶

Pour résumer, l'exercice de plusieurs mandats de direction / de contrôle et les réunions fréquentes des organes de gouvernance qui en découlent, sont donc supposés renforcer davantage l'interaction au sein du monde des entreprises. D'après SCOTT (1985, p. 11), cette interaction conduit à des expériences communes entre administrateurs / dirigeants, à un rapprochement de leurs points de vue, et ainsi, à la naissance successive d'un « *ethos* des affaires ». Aussi, cet esprit commun est supposé créer des normes de réciprocité, conduisant les acteurs à orienter leur comportement sur les intérêts supérieurs du réseau (WESTPHAL / ZAJAC, 1997).

Au sujet des élites, nous tenons à souligner que ledit esprit commun peut, de surcroît, constituer une mesure efficace pour discipliner les mandataires et aligner leur comportement sur les intérêts de groupe. Dans une analyse américaine, WESTPHAL / KHANNA (2003) montrent ainsi que les administrateurs qui participent à des réformes visant à renforcer le pouvoir disciplinaire de l'organe de contrôle (telles que la mise en place de comités de nominations indépendants, la séparation des positions de premier dirigeant et de président de l'organe de contrôle ou encore l'interdiction de mesures défensives telles que les pilules empoisonnées) risquent – comme elles restreignent parallèlement l'espace discrétionnaire des dirigeants – de faire l'objet d'une « sanction sociale informelle » par l'élite des affaires. Cette dernière se traduit, par exemple, par des invitations moins fréquentes des mandataires en question à des réunions informelles ou par une moindre sollicitation de leur avis lors de débats de questions stratégiques. Aussi, l'ampleur de la sanction semble être fonction de la position sociale de la personne concernée. Cette sanction semble être particulièrement efficace puisque l'étude montre que les personnes « pénalisées » tendent à réinstaurer la confiance de réseau perdue et se caractérisent, après un tel incident, par une moindre probabilité à participer à des réformes futures.

³¹⁵ Cf. USEEM (1979, p. 555) : « *Interlocking directors constitute a major part of a broader segment of the capitalist class that [...] we will label an 'inner group'. The inner group consists of members of the business elite who have significant 'connections' with at least several major corporations. [...] The inner circle is not limited to interlocking directors, but interlocking directors do constitute a critical component [...]* » et (1984, p. 3) : « *Though defined by their corporate positions, the members of the inner circle constitute a distinct, semi-autonomous network, one that transcends company, regional, sectoral, and other politically divisive fault lines within the corporate community* ».

³¹⁶ Cf. USEEM (1984, pp. 76-115) et BURRIS (1991) pour les États-Unis, HILL (1995) pour la Grande-Bretagne, BERTRAND *et al.* (2007) pour la France et FAN *et al.* (2007) pour la Chine. Quant aux deux dernières études, elles montrent, de surcroît, que l'entretien de relations avec la sphère politique s'avère destructrice de valeur, les firmes gérées par des dirigeants « politiquement liés » réalisant des performances moindres.

Section 2 : La perspective interorganisationnelle

À l'opposé de la vision intégrative, la perspective interorganisationnelle part du principe que chaque firme dispose de motivations d'action autonomes. Celles-ci reposent sur les caractéristiques de la firme et les intérêts individuels qui en découlent. Pour atteindre ces objectifs, les entreprises sont supposées établir – en raison de l'incertitude – des relations de cooptation avec d'autres sociétés, les liens personnels interconseils en représentant un exemple fréquent (LORANGE / ROOS, 1993 ; FAULKNER, 1995). Dans cette vision, les administrateurs multimandats constituent alors les exécutants des objectifs d'entreprise et non – comme dans la perspective intégrative – des acteurs qui mettent les firmes au service de buts supérieurs.

L'élément central qui sous-tend cette perspective interorganisationnelle est donc l'idée de cooptation en vue de mieux réaliser les objectifs spécifiques des firmes. Bien entendu, ceci ne veut pas dire que leur comportement soit complètement déconnecté de circonstances extérieures. Simplement, cette vision nie l'existence d'objectifs supérieurs propres au réseau, les motivations d'action d'une firme étant supposées relever uniquement de ses buts propres.

La vision interorganisationnelle connaît deux grands courants. D'une part, la cooptation est censée servir à atteindre des objectifs économiques directs de l'entreprise. Ce courant admet que la complexité de la production provoque une dépendance croissante de ressources externes, entraînant une incertitude liée à l'environnement que l'entreprise peut réduire à travers la cooptation de firmes avec lesquelles elle entretient des relations commerciales. Cela peut, par exemple, être réalisé par des coopérations, des alliances ou encore la nomination de mandataires externes dans l'organe de contrôle. De surcroît, ces interactions facilitent l'échange d'informations et de connaissances. De façon plus générale, on peut donc dire que la cooptation est censée améliorer, *via* une réduction des coûts de transaction, l'efficacité de la firme. D'autre part, la cooptation peut être également entamée pour atteindre des objectifs individuels des dirigeants. À la différence de la théorie de la cohésion de classe, il ne s'agit pas ici de garantir la cohésion d'une élite sociale, mais de maintenir le pouvoir du *management* à travers la cooptation de mandataires qui sont bien disposés à son égard. Cette décision peut, mais ne doit pas forcément coïncider avec les objectifs économiques de l'entreprise.

Dans les sous-sections subséquentes, nous présenterons en détail les principales caractéristiques des deux courants que nous venons d'esquisser. Nous aborderons, dans un premier temps, la théorie de la dépendance envers les ressources (sous-section 2.1), pour évoquer ensuite les apports de la théorie du contrôle *managérial* (sous-section 2.2).

2.1 La théorie de la dépendance envers les ressources

L'approche de la dépendance envers les ressources constitue l'un des courants les plus souvent mobilisés au sein de la perspective interorganisationnelle. La théorie relève principalement des travaux fondateurs de SELZNICK (1949), THOMSON / McEWEN (1958), PFEFFER / SALANCIK (1978), SCHOORMAN *et al.* (1981) et BURT (1983) et part du principe que le pouvoir d'une entreprise dépend essentiellement des ressources (capital, matières premières, informations...) dont elle dispose.³¹⁷ Or, l'économie connaissant, depuis le début de l'industrialisation, une croissance continue de la complexité des processus de production – qui s'accompagne, de surcroît, d'une notable diversification des activités –, les entreprises semblent de moins en moins en mesure de sécréter, de façon autonome, les ressources nécessaires à la production. Cette circonstance représente un facteur d'insécurité majeur. En effet, la contrainte de devoir se procurer les ressources manquantes de façon externe nécessite l'interaction avec d'autres entreprises, provoquant de multiples dépendances et rapports de pouvoir entre l'entreprise et son environnement économique.³¹⁸ Dans l'objectif de réduire l'incertitude qui en découle, les entreprises ont alors recours à différentes formes de cooptation (négociations, alliances, fusions, échanges d'administrateurs...).³¹⁹

Si la cooptation constitue donc une possibilité de lutter contre l'incertitude, elle présente toutefois l'inconvénient d'être une mesure coûteuse qui réduit la marge de manœuvre de l'entreprise. De fait, la cooptation demande à la firme d'en tenir compte dans sa gestion. Or, cela peut fortement influencer sur la nature des décisions. Ainsi, la nomination, dans le conseil d'administration, d'un fournisseur d'une ressource importante en vue d'améliorer son approvisionnement peut, dans certains cas, contraindre la firme à modifier sa gestion initiale. Au regard de ces limites, chaque entreprise doit donc trouver le juste équilibre entre les réductions nécessaires de l'incertitude, d'une part, et ses besoins de flexibilité, d'autre part.

Au vu des postulats précités, il convient donc d'insister sur un aspect intéressant. Ainsi, la motivation d'une entreprise à établir des cooptations consiste, selon la théorie de la dépendance envers les ressources, en premier lieu à assurer sa pérennité à travers une réduction de l'insécurité environnementale, les possibilités d'améliorer sa position sur le marché et de maximiser ses bénéfices ne jouant qu'un rôle secondaire (NOLLERT, 2005b, pp. 41-42).

³¹⁷ Précisons que l'approche de la dépendance envers les ressources est parfois également dénommée « modèle de cooptation interorganisationnelle ». Ce terme fait référence aux travaux de SELZNICK (1949, p. 13) qui entend par cooptation « [...] *a process of absorbing new elements into the leadership or policy-determining structure of an organization as a means of averting threats to its stability or existence* ».

³¹⁸ Notons que cette hypothèse reste, cependant, critiquable relativement à un autre point : soit la dépendance échappe à l'anticipation, soit son anticipation se déroule de manière imparfaite (CHARREAUX, 2000, p. 13).

³¹⁹ Pour un essai d'expliquer l'existence de relations interorganisationnelles tant par l'existence d'une dépendance de ressource que par le levier de l'encastrement social, cf. GULATI / GARGIULO (1999).

Le partage d'administrateurs constitue l'un des outils stratégiques pour réduire les aléas auxquels une entreprise doit faire face. Précisons que leur apport ne se limite toutefois pas à faciliter l'accès aux ressources, mais consiste aussi à communiquer, à échanger des informations, à développer des accords et des partenariats et à légitimer l'existence et le rôle des firmes dans le monde économique. En d'autres termes, les liens personnels constituent un outil large permettant de stabiliser les relations entre organisations face à l'insécurité de l'environnement (PFEFFER / SALANZICK, 1978, p. 161 ; PFEFFER, 1987 ; LANG / LOCKHART, 1990). Au sujet des liens interconseils, BURT (1983, pp. 70-81) évoque trois possibilités pour une firme d'utiliser les administrateurs afin de parvenir à une réduction de l'incertitude :

- l'ouverture de filiales dans des secteurs jugés critiques et le placement d'administrateurs de la société mère dans les conseils respectifs de ces filiales ;
- le partage d'administrateurs avec une firme exerçant une partie ou toute son activité dans un secteur considéré comme contraignant pour l'entreprise ;
- l'échange indirect à travers la nomination d'un administrateur siégeant également dans l'organe de contrôle d'une firme issue d'un secteur critique.

Dans le premier cas, l'entreprise cherche à réduire l'insécurité environnementale par l'acquisition ou la création d'un établissement, sous forme de filiale, dans un secteur qu'elle juge déterminant pour son activité et sa pérennité. À condition que la composition des organes de contrôle de la société mère et des filiales soit identique, la nouvelle filiale sera alors contrôlée par les mêmes personnes que la société mère. L'occupation parallèle de postes assure un flux d'informations direct vers la société mère qui se voit, par ailleurs, renforcé par le fait que le lien personnel s'accompagne d'une relation de propriété. Dans le second cas, la relation repose sur le partage d'administrateurs internes avec une firme travaillant dans le secteur que l'entreprise initiatrice de l'échange estime important. Il s'agit ici généralement de firmes occupant la position de client ou de fournisseur. L'avantage de cette relation réside dans la capacité à réduire l'intensité du caractère concurrentiel des relations commerciales au profit des deux parties. Enfin, l'entreprise peut établir une relation indirecte à travers la nomination d'un administrateur externe travaillant dans un secteur perçu comme aléatoire pour l'entreprise. Il s'agit, dans ce cas, généralement de financiers détenant un siège d'administrateur dans l'organe de contrôle d'une firme industrielle ou encore de personnalités réputées du monde des affaires – souvent déjà en retraite – qui exercent plusieurs mandats de surveillance et dont l'expérience et les contacts peuvent s'avérer favorables à l'entreprise cooptatrice.³²⁰

³²⁰ Notons toutefois que malgré la nature généraliste des relations indirectes, BURT (1983, pp. 77-81) se contente d'aborder les seules relations établies à travers les multimandats d'administrateurs financiers.

Selon BURT (1983, pp. 81-84), les formes de liens précitées se distinguent notamment au niveau du potentiel cooptatif qu'ils offrent à l'entreprise.³²¹ Les relations de premier type facilitent, de par leur nature, la circulation d'informations précises et exclusives. De plus, leur potentiel d'influence est généralement important. Ceci peut, par exemple, se traduire par une réduction des prix d'achat de ressources, augmentant ainsi la marge bénéficiaire de la firme. L'exclusivité et la précision des informations constituent en même temps un inconvénient car elles empêchent l'apport d'informations plus larges allant au-delà de la filiale contrôlée. De surcroît, les coûts de l'implication de ce type de relation sont souvent non négligeables. L'avantage des relations directes sans liens financiers est lié au fait qu'elles sont moins coûteuses et que l'information peut, en fonction du nombre de mandats exercés par le « cumulard », être partagée par plusieurs entreprises. L'accent est notamment mis sur le rôle de conseil des administrateurs externes, l'incertitude étant réduite par une baisse de la pression concurrentielle, l'identification de fournisseurs et de partenaires commerciaux ou une meilleure connaissance des tendances sectorielles. Cependant, le risque de conflits d'intérêts avec les multimandataires doit être pris en compte. Enfin, dans le troisième cas, l'information apportée est très disparate et comparativement peu coûteuse, mais parallèlement non exclusive et moins fiable. De plus, le risque de pertes d'informations et de mauvaises interprétations est plus élevé. En revanche, la nature différente des multimandataires permet d'obtenir une image très large de l'environnement et de ses récentes tendances, contribuant également à réduire l'incertitude.

Malgré ses apports importants, l'approche de la dépendance envers les ressources se voit opposer de nombreuses critiques, s'adressant notamment à sa faible validité empirique et à la nature des hypothèses de départ (NOLLERT, 2005b, pp. 44-46). Concernant le manque de confirmation empirique de la théorie, il semble principalement dû à deux raisons.

La plupart des études se limitent – faute de suffisamment de données sur la nature des liens commerciaux – à l'analyse de la relation entre l'industrie et les « banques maison ». En dehors de l'apparente facilité à appréhender ces relations, la motivation qui sous-tend leur analyse consiste à vérifier si la dépendance envers une ressource cruciale – ici, le capital financier – conduit les entreprises à établir davantage de liens personnels avec le secteur financier. Néanmoins, même pour ce type relationnel spécifique, les travaux confirmant une relation positive ne semblent pas très nombreux. Ainsi, seule l'étude de BAKER (1990) plaide en faveur de la théorie de la dépendance. Cet auteur trouve que les banques d'investissement américaines tendent, au milieu des années 80, à jouer le rôle de la « *Hausbank* » des sociétés avec lesquels elles entretiennent des liens interconseils. En revanche, dans une analyse des prêts accordés aux grandes firmes américaines durant les années 40, MIRZUCHI *et al.* (1995) constatent que seu-

³²¹ À ce titre, BURT (1983, pp. 81-84) distingue quatre critères spécifiques : l'accès à des informations fiables, l'exercice d'une influence, le caractère exclusif de la relation et l'implication.

lement un tiers des relations interconseils nouées avec des banques, représentait des relations avec les banques emprunteuses, rejetant ainsi l'idée d'un lien automatique entre le besoin en capital et la mise en place de relations avec le secteur financier. Plutôt, la présence de banquiers semble fonction des difficultés financières rencontrées par les entreprises industrielles.³²² Plusieurs études se préoccupent, de surcroît, explicitement des relations interrompues. Il s'agit ici de vérifier si le dénouement d'un lien – suite au départ volontaire (retraite, réorientation...) ou forcé (mort, maladie...) d'un administrateur – suscite une reconstitution rapide de celui-ci, ce qui témoignerait du caractère non aléatoire des liens. Néanmoins, beaucoup de travaux ne révèlent pas de renouements systématiques, les taux de reconstitution étant souvent trop faibles (KOENIG *et al.*, 1979 ; PALMER, 1983 ; RICHARDSON, 1987).³²³ À l'opposé de ces études, ORNSTEIN (1984) trouve un degré de reproduction de 40 % pour les *interlocks* canadiens. STEARNS / MIZRUCHI (1986) constatent un taux de reconstitution fonctionnelle de 48 % pour les firmes américaines. Enfin, SCHREYÖGG / PAPENHEIM-TOCKHORN (1995) observent une reconstitution fonctionnelle de 57 % des relations allemandes interrompues, passant même à un niveau de 80 % pour les liens noués avec une banque. De plus, ces relations semblent être stables, 71 % d'entre elles étant entretenues pendant une période d'au moins 15 ans.

Outre les travaux empiriques précités, différentes critiques de nature plus fondamentale peuvent être adressées au modèle de dépendance (NOLLERT, 2005b, pp. 45-46). D'une part, la théorie omet la considération des dimensions sociales des liens personnels et, en conséquence, l'existence d'objectifs autres que celui de la réduction de l'incertitude économique. Or, les courants basés sur une vision intégrative des liens montrent bien que l'aspect social et le pouvoir peuvent fortement déterminer la nature des réseaux interfirmes. D'autre part, on peut même s'interroger sur les possibilités effectives du conseil d'administration d'assurer de façon satisfaisante la coordination entre plusieurs sociétés (POENSGEN, 1980).³²⁴

À ce titre, il est aussi légitime d'objecter que les firmes préfèrent souvent composer leur organe de contrôle au moyen de personnalités réputées, l'objectif étant de signaler aux investisseurs le bon niveau de gouvernance de la société. Enfin, on peut objecter que le modèle n'admet pas de structure spécifique de réseaux. N'attribuant pas de priorité à certaines ressources, aucune centralité des banques n'est donc attendue. Or, ce sont les banques qui constituent l'objet d'analyse d'une bonne partie des travaux empiriques effectués.

³²² Cf. à ce titre notamment DOOLEY (1969), MIZRUCHI / STEARNS (1988) et GILSON (1990).

³²³ Face à ces résultats, PFEFFER (1987, p. 44) précise plus tard que la théorie demande d'étudier le rétablissement des liens au niveau d'un secteur offrant une certaine ressource, et non pas entre des firmes individuelles.

³²⁴ POENSGEN (1980), dans son analyse des liens interconseils allemands, admet ainsi que ces relations ne constituent qu'un produit aléatoire. (*Ibid.*, p. 219) : « *We are [driven] to the conclusion that interlocking directorates mostly are the accidental results of two unrelated companies wanting to have the same qualified person on the board* ». De surcroît, l'auteur conclut que les conseils de surveillance ne présentent qu'un instrument peu efficace pour obtenir des informations et coordonner les actions interfirmes.

2.2 La théorie du contrôle *managérial*

La théorie du contrôle *managérial* trouve ses origines dans les travaux de BERLE / MEANS (1932) qui ont été présentés dans le chapitre précédent. Selon ces deux auteurs, la forte dispersion du capital, constatée notamment au début du XX^e siècle dans les grandes sociétés par actions américaines, aurait conduit à une séparation des fonctions de propriété et de décision, réunies auparavant dans les mains de l'entrepreneur-propriétaire. Le démembrement des fonctions de la propriété aurait attribué aux dirigeants une large autonomie, leur permettant de poursuivre des objectifs pas nécessairement conformes aux intérêts des actionnaires.

L'absence d'un contrôle efficace de la direction d'entreprise est censée se refléter dans la nature et le fonctionnement du conseil d'administration. En effet, à la différence des firmes familiales où ce sont les propriétaires qui décident de la composition de l'organe de contrôle, les administrateurs dans les grandes sociétés à actionnariat très dispersé sont nommés *de facto* par les dirigeants. Par conséquent, ces derniers disposent d'une grande influence sur la structure des relations personnelles interfirmes. C'est ce levier de pouvoir qui permet d'aborder la théorie du contrôle *managérial* également à partir d'une perspective sociostratégique.

La différence entre la théorie précédente et la théorie du contrôle *managérial* consiste dans le rôle différent qu'attribuent ces deux approches aux liens interconseils. De fait, à l'opposé de la première, la théorie du contrôle *managérial* postule que les liens ne sont pas établis dans l'intérêt des organisations, mais des personnes qui les gèrent. Pour expliquer le rôle des liens, MARIOLIS (1975, p. 438) distingue deux interprétations. La première relève essentiellement des travaux de MACE (1971) et prétend que l'autonomie des dirigeants les protège contre toute influence extérieure. Ainsi, les liens personnels représenteraient – faute de l'existence d'une logique de réseau – un phénomène non structurel. En d'autres termes, ils résulteraient des décisions individuelles des dirigeants afin de composer l'organe de contrôle de personnalités réputées, d'experts et de reconnaissances bien disposées à leur égard.

Selon une deuxième interprétation, les dirigeants utilisent l'outil des liens interconseils pour coopter des personnes avec lesquelles il existe des interdépendances (THOMPSON / McEWEN, 1958, pp. 27-28). Dans ce cas, le mobile de l'existence d'une dépendance pour établir des relations interpersonnelles n'est donc plus appliqué aux firmes mêmes, mais à leurs dirigeants. Ces derniers cherchent, à travers la cooptation d'administrateurs externes, à réduire toutes les sources d'incertitude susceptibles de mettre en péril leur position dans la firme. Autrement dit, les liens constituent un moyen pour s'enraciner contre la pression externe. Or, à la différence de l'approche de la cohérence de classe, la motivation des liens ne relève pas d'objectifs supérieurs associés au réseau, mais des objectifs individuels des dirigeants.

Néanmoins, la théorie du contrôle *managérial* se voit confrontée, notamment depuis les années 1950, à de nombreuses critiques (NOLLERT, 2005b, pp. 50-65). D'une part, l'idée d'une séparation entre une classe sociale regroupant les propriétaires privés et les familles fondatrices et celle des « nouveaux dirigeants » a été contestée par des chercheurs en sociologie. Ainsi, MILLS (1969 [1956], pp. 121-150) critique vivement la thèse selon laquelle la transformation des structures de propriété et l'arrivée consécutive d'une nouvelle génération de dirigeants auraient conduit à un changement du mode de gestion des entreprises. L'auteur émet plutôt l'hypothèse que ces deux catégories d'acteurs auraient tendance à former une seule classe supérieure tendant à protéger leurs privilèges et leurs positions de pouvoir.³²⁵

Son argumentation repose principalement sur le constat que l'économie américaine est beaucoup moins dispersée que ce que l'on croit généralement.³²⁶ En conséquence, plusieurs auteurs critiquent l'image d'une forte déconcentration de la propriété aux États-Unis (ZEITLIN, 1974). Précisons que cette image n'a, d'ailleurs, jamais été pertinente pour les grandes économies de l'Europe continentale comme la France (MORIN, 1974, 1989 ; BELLON, 1980) ou l'Allemagne (BAUMS / FRAUNE, 1995 ; WINDOLF / BEYER, 1995) qui se caractérisent par des structures de propriété concentrées. Ces résultats sont également confirmés par des études comparatives internationales (GEDAJLOVIC / SHAPIRO, 1998 ; LA PORTA *et al.*, 1999 ; WINDOLF / NOLLERT, 2001 ; FACCIO / LANG, 2002).³²⁷

Au regard des diverses études indiquant l'existence des nombreuses relations interconseils en France et en Allemagne, l'hypothèse de la théorie de l'absence d'une logique structurale de réseau ne semble donc pas très pertinente. Plutôt, le nombre élevé de liens personnels semble présager une interdépendance beaucoup plus importante des entreprises que ce que la théorie du contrôle *managériale* prétend (MARIOLIS, 1975, p. 438).

³²⁵ Cf. MILLS (1969 [1956], pp. 121-122) : « Beaucoup de ceux qui s'efforcent de célébrer l'économie américaine s'appuient sur un étrange fatras de notions concernant les dirigeants des grandes entreprises. D'après eux, dans le système de l'entreprise libre et privée est apparu un groupe de dirigeants complètement différents des 'rudes entrepreneurs d'autrefois' [...]. Ces dirigeants, qui se sont élevés aux postes de commandement, sont devenus les gérants responsables, les arbitres impartiaux, et les habiles courtiers d'une pluralité d'intérêts économiques [...] D'autre part, à un niveau de pensée un peu plus subtil, on dit sur les cadres supérieurs des choses assez désagréables. Ces dirigeants d'entreprises n'ont-ils pas accompli une révolution silencieuse, une révolution des cadres partie du sommet, et cette révolution n'a-t-elle pas transformé le sens même de la propriété ? Bref, les spoliateurs de jadis ne sont-ils pas spoliés à leur tour par leurs cadres salariés ? [...] dans ces notions, agréables ou désagréables [...] on néglige fréquemment un fait très simple : les dirigeants et les riches ne forment pas deux groupes distincts et nettement séparés. Ils sont les uns comme les autres étroitement impliqués dans le système de propriété et de privilèges de l'entreprise [...] ».

³²⁶ Cf. MILLS (1969 [1956], p. 125) : « L'idée d'une large répartition de la propriété économique est une illusion soigneusement entretenue [...] ».

³²⁷ Notons toutefois que certaines études révèlent des taux de concentration très faibles pour les économies anglo-saxonnes. Ainsi, LA PORTA *et al.* (1999, p. 494) trouvent que 90 % des grandes firmes britanniques et 80 % des premières entreprises américaines ne disposent pas d'actionnaire de contrôle détenant au moins 10 % du capital, ces entreprises étant en conséquence classées « *widely held* ». Or, ces chiffres s'expliquent, à notre avis, principalement par la taille réduite de l'échantillon qui ne comprend que 20 firmes de chaque pays.

Section 3 : L'influence des liens personnels sur la performance

Si le phénomène des liens interconseils semble avoir suscité, dans le sillage de l'essor du thème de la gouvernance des entreprises, un remarquable intérêt dans les sciences économiques et de gestion, la consultation de la littérature stratégique, et notamment sociologique, nous a montré que les relations personnelles interfirmes y font, depuis bien plus longtemps encore, l'objet de très nombreux ouvrages et articles. De surcroît, alors que les travaux retenant un cadre d'analyse juridico-financière abordent le sujet, très majoritairement, sous le seul angle des cadres-dirigeants, supposés chercher à élargir leur espace discrétionnaire individuel, les perspectives retenues dans les études sociostratégiques se veulent généralement plus larges. Selon ces dernières, les liens interconseils se trouvent soit au service d'objectifs dépassant la sphère de l'entreprise même, tels que la pérennisation du pouvoir d'un cercle de personnes, d'une classe sociale ou d'un secteur économique, soit ils relèvent des mobiles individuelles des firmes en vue de réduire leurs incertitudes économique-environnementales.

Outre les divergences quant aux motivations sous-tendant ces relations interconseils, les études sociostratégiques se distinguent des travaux s'inscrivant dans une perspective disciplinaire de par leur manière d'aborder le sujet même des relations personnelles *via* les organes de gouvernance. De fait, dans la mesure où les travaux sociostratégiques abordent également les avantages et inconvénients des liens personnels pour d'autres parties prenantes et les différentes entreprises concernées, leur champ d'analyse paraît nettement plus large. Ceci se reflète également dans les analyses des effets des liens interconseils sur la performance qui, en incluant souvent des aspects stratégiques, s'avèrent plus disparates.³²⁸

La diversité apparente des analyses sociostratégiques a, cependant, l'inconvénient que les études traitant directement de l'effet des liens sur la performance semblent moins nombreuses que dans la perspective financière. Outre leur nombre restreint, les travaux se répartissent de manière assez inégale entre les pays. Si l'on trouve plusieurs études aux États-Unis et en France, elles semblent plutôt sporadiques en Allemagne et dans d'autres pays.

Dans la section subséquente, nous visons à présenter, de manière plus détaillée, les résultats des différentes études socio-empiriques quant à l'impact des liens personnels sur la performance de l'entreprise. De nouveau, nous commencerons, d'abord, par présenter les travaux qui ont été effectués aux États-Unis (sous-section 3.1). Nous passerons ensuite aux études françaises (sous-section 3.2) et allemandes (sous-section 3.3), pour terminer par une présentation des travaux réalisés dans d'autres pays (sous-section 3.4).

³²⁸ Précisons, par ailleurs, que le rôle supposé stratégique des liens interconseils varie très certainement en fonction des caractéristiques et des finalités des réseaux interfirmes respectifs. Cf. à ce titre notamment HERA-CLEOUS / MURRAY (2001, pp. 151-155) qui évoquent cette question à travers la proposition d'une typologie distinguant les réseaux interfirmes selon deux critères.

3.1 Les analyses des liens personnels aux États-Unis

Dans l'une des premières études américaines portant sur les effets des liens personnels, GELETKANYCZ / HAMBRICK (1997) vérifient si les relations externes qu'entretiennent les principaux dirigeants d'une firme, influencent les choix stratégiques de l'équipe de direction et, *via* ce levier, la performance. D'après ces auteurs, les liens servent généralement de canaux d'informations qui sont susceptibles d'enrichir les connaissances des dirigeants ainsi que d'élargir leur dispositif en matière de choix décisionnels et d'options stratégiques. Les avantages se traduiraient, plus précisément, par un partage intense d'informations permettant de mieux interpréter les différentes situations économiques, par la diffusion intra- et intersectorielle des innovations et, enfin, par l'acquisition de nouvelles compétences facilitant l'élaboration de la stratégie. Grâce à ces apports, la firme serait mieux à même de réduire les incertitudes liées à l'environnement et de réaliser, le cas échéant, une meilleure performance. La majorité des travaux empiriques se limitant à l'analyse des liens établis à travers le conseil d'administration, les auteurs cherchent à surmonter ce problème en élargissant leur étude à d'autres relations interorganisationnelles, nouées, par exemple, à travers la participation à des associations commerciales et patronales, ou encore, les postes occupés auparavant par les dirigeants. Pour tester l'influence des liens personnels, les auteurs recensent, à partir d'un échantillon comprenant 55 des plus grandes firmes issues des secteurs alimentaire et informatique, pour chaque année de la période 1983-1987, les relations externes établies à travers les membres de la direction. Sont distingués à ce titre les liens intra- et intersectoriels.³²⁹ Les auteurs élaborent ensuite un indicateur composite rendant compte de la conformité d'une entreprise aux tendances stratégiques générales du secteur. Enfin, la performance est mesurée par la rentabilité économique lors des deux années suivant le moment du recensement des liens.

L'analyse révèle deux principaux résultats. D'une part, la conformité stratégique d'une firme aux tendances générales de son secteur d'activité paraît liée au caractère interne ou externe des liens. Ainsi, les liens intrasectoriels renforcent la tendance à adapter les stratégies du même secteur, tandis que les liens intersectoriels sont négativement liés à la conformité. Plus précisément, le nombre d'administrateurs externes, la participation à des associations professionnelles et la présence de dirigeants originaires d'autres secteurs ont un impact clairement négatif sur la conformité stratégique, alors que l'influence des mandats externes des membres

³²⁹ Sont comptés, au niveau intra-sectoriel, les administrateurs venant du même secteur et participant dans les mêmes associations commerciales. Au niveau interindustriel sont recensés les dirigeants originaires d'autres secteurs, les mandats externes exercés par les dirigeants dans des firmes travaillant dans d'autres secteurs, les administrateurs externes venant d'autres secteurs et les dirigeants participant dans des associations professionnelles trans-sectorielles. L'ensemble des liens retenus est rapporté ensuite à la taille de l'équipe de direction.

de l'équipe dirigeante n'est pas significative. Ces résultats laissent présumer que les apports externes des dirigeants facilitent l'abandon des stratégies prévalant dans leur secteur. D'autre part, l'alignement des liens externes sur les besoins en information pour mener la stratégie semble fortement fonction des caractéristiques environnementales de l'entreprise et peut, dans certains cas, renforcer la performance.³³⁰ De surcroît, l'étude montre que les liens externes déterminent la relation entre la conformité stratégique et la performance. En effet, dans les firmes s'écartant des orientations de leur branche, l'entretien de relations personnelles intersectorielles, mesuré ici par le nombre de dirigeants initialement recrutés dans d'autres secteurs et les mandats externes exercés par les membres de l'équipe de direction, conduit à une augmentation significative de la rentabilité économique. En revanche, la présence de dirigeants externes au sein du conseil d'administration semble renforcer la performance des entreprises s'orientant davantage sur les stratégies de leur secteur d'activité.

Dans une autre étude, WESTPHAL (1999) explore les effets des relations sociales entre les mandataires pour l'élaboration de la stratégie d'une entreprise. À ce titre, l'auteur rappelle d'abord les deux modèles qui se trouvent à la base des discussions portant sur les effets des liens interconseils. Selon le premier modèle, l'existence de relations sociales entre dirigeants et administrateurs est censée réduire – faute de suffisamment d'indépendance des mandataires – la discipline exercée par l'organe de contrôle, ce qui nuirait *in fine* à la création de valeur. Bien que l'on puisse également imaginer un rôle positif des liens personnels – par exemple, un renforcement de la discipline à travers un « esprit de groupe » – la plupart des travaux mobilisant ce modèle considèrent les liens personnels comme préjudiciables à la performance. Le second modèle part du principe que l'organe de contrôle occupe, outre sa fonction de surveillance, une fonction de conseil vis-à-vis de l'équipe dirigeante lors de l'élaboration de la stratégie de la firme. Si cette approche laisse *a priori* plus de place à un rôle favorable des réseaux, les adversaires des liens argumentent qu'un manque de distance des mandataires socialement liés risque de réduire l'efficacité du conseil quant à ses contributions stratégiques. La conséquence serait de même une baisse de la performance de l'entreprise.

Malgré ces nombreux travaux théoriques, il n'existerait, selon l'auteur, aucune analyse empirique vérifiant comment les relations sociales peuvent améliorer l'exercice de cette seconde fonction. L'ambition de son étude consiste, en conséquence, à tester si le manque d'indépendance « sociale » des administrateurs influence leurs apports en termes de stratégie.

³³⁰ À ce titre, GELETKANYCZ / HAMBRICK (1997, pp. 671-672) trouvent que les firmes opérant dans le secteur informatique – caractérisé par un environnement relativement incertain – bénéficient d'une orientation de leur stratégie sur les tendances sectorielles générales qui se traduit par une plus forte rentabilité économique.

L'analyse empirique repose sur un échantillon de 243 entreprises américaines dont les premiers dirigeants avaient répondu, en 1995, à un questionnaire visant à collecter des informations concernant leurs relations avec les administrateurs. À partir de ces données, l'auteur vérifie s'il existe une corrélation entre la présence de liens amicaux et l'efficacité du conseil d'administration relative à l'accomplissement des fonctions qui lui sont attribuées par les deux modèles présentés ci-dessus. De surcroît, il est question de tester si ces liens ont un impact sur la performance, cette dernière étant mesurée tant par la rentabilité des capitaux propres, exprimée en valeurs de marché, que par le ratio de *Marris*.

Les résultats de l'étude sont surprenants et s'opposent nettement au *mainstream* des critiques avancées aux liens personnels. D'une part, il n'existe pas de corrélation entre le niveau des liens d'amitié entre le *CEO* et ses administrateurs et les efforts de surveillance de l'organe de contrôle. Il en est de même pour le nombre d'administrateurs nommés après l'arrivée en poste du *CEO*. Par conséquent, l'hypothèse du modèle disciplinaire selon laquelle les relations sociales réduisent les activités de contrôle du conseil d'administration semble infirmée. En revanche, ces deux éléments renforcent les apports du conseil d'administration en termes de stratégie, confirmant ainsi les arguments quant aux effets positifs des liens sociaux. Ajoutons qu'une augmentation des mesures incitatives du *CEO* telles que l'attribution d'actions et les plans d'incitations à long terme conduisent à renforcer l'impact positif des liens.³³¹ D'autre part, l'existence de liens amicaux entraîne une amélioration de la performance de l'entreprise. Ainsi, les tests de régression révèlent une relation positive entre le niveau de surveillance réalisée et chacune des deux mesures de performance. Par ailleurs, le niveau d'apport de conseil à l'équipe dirigeante par les administrateurs est également positivement lié à la performance, ce qui confirme le second modèle théorique. Enfin, à nouveau les mesures incitatives dont bénéficie le *CEO* renforcent les effets positifs des liens d'amitié sur la performance.

Au regard des résultats, l'auteur conclut que, contrairement à ce que la plupart des critiques déplorent, les relations sociales entre *managers* et « contrôleurs » peuvent stimuler la coopération entre ces deux acteurs de la gouvernance au niveau des orientations stratégiques. Basés sur la confiance mutuelle, ces liens personnels semblent pouvoir transformer des conseils passifs en des acteurs activement impliqués dans la stratégie de l'entreprise. Dès lors, au lieu de chercher à optimiser l'indépendance des mandataires sociaux, il semble plus efficace de proposer des mesures permettant d'améliorer leur coopération dans les conseils.

³³¹ Ceci est le cas pour des niveaux moyens et élevés de mesures incitatives. Pour de faibles niveaux, l'effet positif sur la discipline par la mise en place de ces mesures l'emporte sur l'effet des apports en termes de stratégie, faisant que le modèle de l'indépendance du conseil d'administration semble plus approprié pour expliquer les conséquences des liens sociaux dans des entreprises se caractérisant pas de faibles niveaux incitatifs pour leur premier dirigeant (*Ibid.*, 1999, p. 16).

Partant de l'argument, souvent avancé par les critiques du cumul de mandats, selon lequel l'exercice d'un nombre trop important de fonctions de contrôle empêcherait un administrateur d'accomplir pleinement ses responsabilités, HARRIS / SHIMIZU (2004) explorent les répercussions de cette défaillance présumée sur les décisions stratégiques. À partir d'un échantillon américain comprenant 143 opérations d'acquisition sur la période de 1981 à 1989, ces deux auteurs cherchent à voir si la présence d'administrateurs « cumulards » au sein de l'organe de contrôle de la firme acheteuse nuit à la réussite de ce type d'opération. Pour que l'hypothèse d'un accomplissement déficient des tâches d'administrateur soit corroborée, les entreprises acquéreuses accueillant des « cumulards » devraient donc se caractériser par de plus mauvaises performances lors des opérations d'acquisition. L'impact des multimandataires sur la performance est testé à travers le calcul des revenus anormaux cumulés (CAR) lors d'une période allant des cinq jours précédant la transaction jusqu'aux deux jours suivants.³³² Les revenus respectifs sont ajustés, selon la taille des entreprises considérées, à la performance des indices de référence *S&P 500* et *NASDAQ Composite*.

Contrairement à l'opinion habituellement négative quant aux effets du cumul de mandats, l'étude révèle une relation légèrement positive entre la quote-part d'administrateurs exerçant plus de six mandats de contrôle et la performance de la firme acquéreuse.³³³ Compte tenu des résultats, les auteurs rejettent l'hypothèse d'un impact défavorable des multimandataires sur la performance. En revanche, l'impact positif constaté est supposé relever de l'expérience de ce type d'administrateur, qui transformerait ce dernier en un décideur plus efficient concernant les affaires stratégiques. Le résultat confirmerait la théorie de la dépendance envers les ressources selon laquelle les administrateurs « cumulards » permettraient, grâce au flux d'informations qu'ils déclenchent, de réduire l'incertitude environnementale de l'entreprise et d'augmenter, par-là, leur efficacité. Ajoutons enfin que l'étude met en avant deux autres aspects intéressants. D'une part, les « cumulards » ne s'absentent pas plus que les administrateurs « ordinaires » des réunions de conseil, ce qui contredit l'hypothèse selon laquelle la surcharge les conduirait à négliger leurs responsabilités. D'autre part, dans des conseils dominés par des contrôleurs internes, l'expérience des multimandataires semble moins importante, vraisemblablement car les décisions stratégiques concernant les acquisitions s'appuient davantage sur les connaissances et compétences des mandataires internes.

³³² Le cumul de mandats est mesuré de deux façons différentes. D'une part, sont comptés les mandataires exerçant un nombre de mandats allant au-delà de ce que recommande la *NACD* (les mandats ne devraient dépasser le nombre de 3 pour les administrateurs *CEO* et *senior executives*, et le nombre de 6 pour tout autre administrateur), rapporté à la taille du conseil. D'autre part, sont recensés les mandataires dépassant le nombre de respectivement 4, 5 et 6 mandats qui sont également rapportés à la taille de l'organe de contrôlé (*Ibid.*, p. 783).

³³³ Précisons toutefois que la relation trouvée n'est significative qu'à un niveau de 10 % et que les autres mesures du cumul de mandats ne donnent aucun résultat significatif.

L'étude de DAVIS (1991), bien qu'elle ne figure pas – en raison de la variable à expliquer retenue – dans notre tableau de synthèse, mérite, à notre avis, d'être mentionnée ci-après. Ledit auteur renvoie, à l'exemple du marché des prises de contrôle, à l'ignorance, du côté de la théorie de l'agence dans l'analyse de l'efficacité des mécanismes de gouvernance, des motivations non disciplinaires des dirigeants.³³⁴ Ainsi, ses hypothèses concernant les motivations d'actions des *managers* à agir s'opposeraient aux arguments de GRANOVETTER (1985, 1992) quant à l'encastrement social du comportement des acteurs économiques.

Pour vérifier l'influence de l'encastrement social sur le comportement des dirigeants, DAVIS (1991) analyse si les réseaux d'administrateurs affectent l'inclinaison d'un dirigeant à mettre en place des mesures défensives – généralement appelées « pilules empoisonnées » – dans le cas d'une OPA hostile. L'auteur part d'un échantillon large de 440 sociétés américaines, observées sur la période 1984-1989. Parmi les entreprises considérées, 60 % environ avaient recours, durant ladite période, à cette mesure de défense. Pour ce qui est du rôle du partage de mandataires communs, l'auteur inclut cet aspect à travers le décompte du nombre de liens inter-conseils provoqués par la représentation simultanée d'un administrateur dans plusieurs organes de contrôle, corrigés par les relations personnelles réciproques. De plus, l'accès de la firme aux informations concernant « l'apport » des « pilules empoisonnées » est modélisé par le décompte des liens noués vers des firmes ayant déjà eu recours à cette mesure.

L'analyse révèle plusieurs résultats intéressants. Ainsi, le nombre de liens personnels influence positivement la probabilité que le directoire cherche à sécuriser son pouvoir par des mesures défensives du type « pilules empoisonnées ». Aussi, le nombre de relations personnelles existantes avec des entreprises ayant déjà adopté cette mesure a un impact positif sur l'attitude de la firme à faire pareil. En revanche, les contacts intra-sectoriels ne semblent pas avoir d'effet sur cette variable. Autre fait intéressant : les entreprises ayant déjà mis en place des systèmes de « parachutes dorés » n'étaient pas moins enclines à utiliser des pilules empoisonnées. Au regard de ces résultats, l'auteur conclut que les perspectives disciplinaires et interorganisationnelle sont donc toutes deux partiellement confirmées. Quant à l'influence des réseaux d'administrateurs, l'auteur argue que la position d'une firme semble déterminante pour le potentiel d'apprentissage de l'entreprise à adopter des stratégies similaires à celles des autres.

³³⁴ Cf. DAVIS (1991, p. 584) : « *The market for corporate control described by agency theorists is an asocial conceptualization [...] Actors are self-interested and atomistic, and the market is largely uninfluenced by social relations. But managerial action, like all action, is embedded in ongoing social structures and is not determined entirely by economic incentives and information asymmetries [...] In particular, the interlocking directorate network provides a social context for corporate governance that has been ignored by past research on the market for corporate control* ».

Basée sur la relation, souvent supposée négative, entre le cumul de mandats sociaux et la rémunération des dirigeants, BARNEA / GUEDJ (2009) ont récemment étudié un échantillon très large comprenant plus de 25.000 administrateurs et dirigeants américains. Après certaines éliminations et corrections, l'échantillon final comprend 1.914 entreprises et recouvre la période 1996-2004. Dans leur article, les auteurs testent deux hypothèses centrales. La première, appelée « *reputation hypothesis* », prétend que les multimandataires n'ont pas besoin – grâce à leur centralité dans les cercles sociaux et professionnels – de faire beaucoup d'efforts de surveillance puisque leur position dans le réseau leur garantit suffisamment de soutien et d'avantages.³³⁵ Plutôt, un tel mandataire mobiliserait d'autres ressources (expériences, contacts...) pour contribuer au travail du conseil. En revanche, un mandataire moins central s'efforcerait d'accomplir avec soin ses tâches de contrôle en vue d'obtenir davantage de mandats futurs. Suivant ce premier raisonnement, une présence de « cumulards » centraux conduirait alors à une moindre performance. La seconde hypothèse, nommée par les auteurs « *bargaining power hypothesis* », part du principe que les multimandataires disposent de plus de pouvoir de négociation vis-à-vis du premier dirigeant ce qui se traduirait par une surveillance plus efficace des *managers* car ceux-ci ne constitueraient pas, pour les « cumulards », des acteurs pouvant avoir un impact sur leur carrière. Pour opérationnaliser les liens, l'article utilise les mesures *degree*, *closeness* et *betweenness* reflétant, entre autres, la position des « cumulards » et les distances envers d'autres.

Les analyses empiriques des auteurs peuvent être synthétisées par trois résultats majeurs. D'une part, le salaire du *CEO* augmente avec le niveau d'interconnexion de l'organe de contrôle. Autrement dit, une hausse de la centralité des administrateurs, engendrée par l'exercice de davantage de mandats externes, se traduit par une hausse de la rémunération du premier dirigeant. Outre ce résultat, l'article montre que la sensibilité de la rémunération des *CEO* à la performance est une fonction négative de la centralité du conseil d'administration. Il en va de même pour la sensibilité de départ du *CEO* relativement à la performance. Enfin, la probabilité d'un départ forcé du premier dirigeant en cas de mauvaise performance dépend, elle aussi, inversement de la *connectedness* de l'organe de contrôle. La présence d'administrateurs multimandats peut alors être interprétée comme une protection du *CEO* contre le risque de perdre son poste. Au regard des résultats précités, les auteurs valident l'hypothèse de réputation selon laquelle la présence de « cumulards » laisserait une plus grande marge au *CEO* dont ce dernier tire profit. Cette conclusion est, de surcroît, conforme à l'observation des auteurs selon laquelle les « cumulards » ont plus de chances d'obtenir des mandats de contrôle supplémentaires.

³³⁵ Notons que cette notion peut être confondue avec l'argument, issu de la vision disciplinaire, selon lequel l'exercice d'un nombre important de mandats externes témoignerait de l'efficacité du marché du travail externe des administrateurs qui est censé récompenser les mandataires disposant de bonnes compétences en termes de contrôle par l'attribution de davantage de mandat d'administrateurs.

Au sujet des conséquences des liens interconseils sur la performance, une autre étude américaine, aussi très récente, de KUHLEN (2009) a attiré notre intérêt. La motivation principale de l'article est de vérifier l'impact des relations personnelles – opérationnalisées, ici, par des mesures sociométriques telles que *influence*, *outdegree*, *indegree* ou *joint degree* – entre les dirigeants et les administrateurs des fonds d'investissement d'une part, et des personnes appartenant à des firmes conseillant ces fonds en termes de placement, d'autre part, sur la création de valeur actionnariale. L'article est organisé autour de deux analyses. D'abord, il étudie le processus de recrutement des conseillers offrant aux sociétés de placement un soutien en termes de décision d'investissement. Ici, l'analyse de 257 fonds américains ayant recruté, sur la période 1993-2002, de nouveaux conseillers *juniors*, fait ressortir que l'existence de relations sociales entre les administrateurs du fonds et les sociétés conseillantes augmente – même après contrôle pour la formation, les connaissances spécifiques et la réputation des candidats – la probabilité de recrutements de nouveaux consultants originaires de cette même entreprise. Il en va de même pour les recrutements de nouveaux conseillers principaux (*primary advisors*) et pour l'ouverture de nouveaux fonds d'investissement, les personnes disposant de relations professionnelles existantes avec les gérants du fonds ayant des probabilités plus élevées d'être embauchées. Pour résumer, le réseau social développé parmi les professionnels du secteur des fonds d'investissement semble alors être mobilisé comme « levier de recrutement ». Plus une société conseillante est connectée avec les administrateurs d'un fonds, plus la probabilité est forte que l'un de ses membres soit nommé ou que la société soit choisie comme conseiller d'un nouveau fonds de placement.

Outre l'analyse précitée des caractéristiques de la procédure de recrutement de conseillers des fonds d'investissement, l'auteur teste, via un échantillon constitué d'environ 13.000 observations (années-fonds) sur la période 1995-2002, si le recrutement « réseau » se répercute sur la structure de coût des fonds, sur la rémunération des conseillers ou sur sa rentabilité financière. Les résultats obtenus indiquent que l'existence de relations personnelles entre les administrateurs d'un fonds de placement et les membres de la société le conseillant n'a pas d'impact significatif sur la rentabilité du fonds. Le résultat montre que le critère d'indépendance du conseil d'administration des sociétés de placement ne semble pas être un indicateur permettant de sélectionner des entreprises plus performantes. Autrement dit, malgré cet effet réseau, il n'y a pas de conséquences négatives pour les actionnaires en termes de rentabilité. Par conséquent, ni un effet positif de *monitoring*, ni un effet négatif résultant de comportements de collusion suite à l'existence de relations personnelles entre les instances de *management* et de contrôle n'a pu être détecté. Ajoutons, toutefois, que ce résultat pourrait aussi s'expliquer par le fait que les deux effets précités tendent à se neutraliser mutuellement.

Tableau 23 : L'impact des liens personnels sur la performance : les résultats des études sociostratégiques réalisées aux États-Unis

Auteur(s)	Période d'observation	Taille de l'échantillon	Variable(s) expliquée(s)	Résultat(s) de l'étude	Impact sur la performance
Geletkanycz / Hambrick (1997)	1983-1987	55 entreprises	Rentabilité économique	> relation positive entre le nombre de mandats de contrôle externes exercés par les dirigeants et la performance dans les entreprises poursuivant une stratégie non conforme aux tendances sectorielles	positif
Westphal (1999)	1995	243 CEO	Rentabilité des capitaux propres (valeurs comptables)	> amélioration de la rentabilité <i>via</i> un renforcement, tant des activités de surveillance que des apports stratégiques de l'organe de contrôle, suite à l'existence de liens amicaux entre le CEO et les administrateurs	positif
			Ratio de Marris (valeurs de marché)	> meilleure évaluation de l'entreprise sur les marchés financiers <i>via</i> un renforcement des efforts de surveillance et de conseil de l'organe de contrôle, suite à l'existence de liens d'amitié entre le CEO et les administrateurs	positif
Harris / Shimizu (2004)	1981-1989	143 transactions d'acquisition	Revenus anormaux cumulés (CAR) de la firme acheteuse	> revenus anormaux plus élevés des entreprises acheteuses dont l'organe de contrôle est composé de "cumulards", comparés aux firmes n'accueillant pas de multimandataires	positif
Barnea / Guedj (2009)	1996-2004	1.914 entreprises	Rémunération du CEO	> relation positive entre le niveau de centralité du conseil d'administration (<i>ergo</i> la présence de multimandataires) et la rémunération du premier dirigeant	négatif*
			Sensitivité rémunération CEO / performance	> relation négative entre la sensibilité de la rémunération du CEO à la performance de la firme et à la centralité du conseil d'administration	négatif
			Sensitivité performance / départ du CEO	> relation négative entre la sensibilité du départ du CEO à la performance de la firme et la centralité du conseil d'administration	négatif
			Taux de départ du CEO en cas de mauvaise performance	> probabilité d'un départ plus faible des CEO "enracinés"	négatif
Kuhnen (2009)	1995-2002	12.866 observations (années fonds)	Rentabilité financière	> présence de "cumulards" dans les conseils d'administration des fonds d'investissement ne conduit pas à une détérioration de la performance	neutre

Source : propre tableau établi à partir des études y figurant

* Il s'agit, ici, d'un impact indirect sur la performance.

3.2 Les analyses des liens personnels en France

Une influence positive des liens personnels sur la performance a pu être également confirmée par PICHARD-STAMFORD (2000). Dans son analyse de 189 sociétés françaises entre 1988 et 1993, cet auteur cherche à mettre en lumière, tant les mobiles d'un dirigeant pour favoriser la présence d'administrateurs multimandats au sein de son organe de contrôle, que les conséquences qu'entraîne une telle action sur la performance de la firme. Selon la théorie de la dépendance envers les ressources, l'augmentation de la centralité de l'organe de contrôle est supposée réduire l'incertitude à laquelle est confrontée l'entreprise, ce qui permettrait au dirigeant de sécuriser davantage ses décisions *managériales*.

L'étude révèle trois résultats majeurs. D'une part, elle confirme l'argument que le réseau des administrateurs tend à réduire l'incertitude environnementale de la firme et à limiter les fluctuations comptables. Ainsi, il existe une relation inverse entre les conseils dont les administrateurs cumulent, en moyenne, au minimum cinq postes et la variation de l'actif et du chiffre d'affaires. En revanche, le cumul de mandats ne parvient pas à lisser les fluctuations boursières et la croissance du chiffre d'affaires. D'autre part, la présence de « cumulards » tend à exercer une influence positive sur le nombre de mandats de contrôle externes du dirigeant, indiquant que le réseau des administrateurs sert à renforcer sa réputation et son capital spécifique. Enfin, le cumul de mandats ne semble pas nuire à la performance de l'entreprise. Si la présence d'administrateurs multimandats tend ainsi à réduire la rentabilité économique, elle renforce la rentabilité financière et l'indice de *Sharpe*. Bien que la présence de « cumulards » conduise à une prolongation de la durée du mandat du dirigeant, ceci ne semble pas se réaliser au détriment de la création de valeur. En conséquence, l'auteur conclut que « le réseau des administrateurs favorise un enracinement légitime du dirigeant [...] » (*Ibid.*, p. 172).

Compte tenu de la popularité que connaît le thème des élites d'affaires dans les débats publics, KRAMARZ / THESMAR (2004) cherchent à préciser davantage leur rôle au sein de l'économie contemporaine de l'Hexagone. Pour y parvenir, les deux auteurs effectuent, dans un premier temps, une description des structures récentes des liens telles qu'elles se présentent dans les organes de gouvernance, pour pouvoir vérifier, par la suite, les effets des relations sociales sur l'efficacité du conseil d'administration et, en conséquence, sur la performance de la firme. D'après bon nombre de travaux sociologiques, les élites d'affaires françaises se caractérisent par deux éléments majeurs : elles ont habituellement été formées dans l'un des établissements les plus réputés de l'enseignement supérieur (Grandes Écoles), l'École Nationale d'Administration (ÉNA) et de l'École Polytechnique y jouant un rôle prépondérant, et une

bonne partie d'entre elles a débuté ensuite leurs carrières dans l'administration publique, notamment dans l'Inspection des Finances, le Conseil d'État ou la Cour des Comptes.³³⁶ Ces deux éléments semblent des conditions indispensables à un recrutement pour les postes à haute responsabilité dans les grandes firmes françaises. La partie empirique de l'article repose sur l'analyse des liens interconseils établis entre les firmes cotées sur la Bourse de Paris durant la période 1992-2003. L'échantillon comprend environ 6.000 mandataires. L'étude révèle qu'il existe une forte corrélation entre le réseau du PDG et celui de ses administrateurs. Ainsi, la quote-part des « contrôleurs » ÉNA est significativement plus élevée dans les groupes présidés par un Énarque que dans d'autres entreprises. Autrement dit, la nomination d'un administrateur semble être fonction de sa formation, de son parcours professionnel et de l'orientation politique du premier dirigeant.³³⁷ Reste à savoir si cette attitude conduit – grâce à une meilleure coopération des mandataires – à une amélioration de la performance ou si le manque « d'indépendance sociale » entre dirigeants et administrateurs débouche sur une perte d'efficacité. À ce titre, les auteurs trouvent que les dirigeants originaires de l'ÉNA ou de l'administration publique semblent profiter de leurs réseaux sociaux à travers une meilleure protection d'emploi, leur probabilité de départ forcé en cas de mauvaise performance étant significativement plus faible. Il n'y a que pour les Polytechniciens et les dirigeants ne faisant pas partie d'un réseau qu'une telle relation n'a pu être observée. De surcroît, les « personnes réseau » tendent à cumuler davantage de mandats que les administrateurs « ordinaires ».

Enfin, l'étude cherche à cerner si l'exercice de plusieurs mandats par le PDG nuit à la performance de son entreprise. Il s'avère qu'il existe une relation clairement négative entre le nombre de mandats exercés par le premier dirigeant et la performance de sa firme, mesurée par la rentabilité économique. Cette relation est encore plus négative lorsque sont considérés les PDG ayant reçu une formation à l'ÉNA ou ceux ayant travaillé dans l'administration publique. En revanche, pour les PDG Polytechniciens, aucune relation négative n'a pu être détectée. Les auteurs en concluent que les réseaux des écoles ingénieurs semblent s'avérer moins nuisibles au niveau de gouvernance que les réseaux formés autour des diplômés de l'ÉNA ou des personnes travaillant dans le secteur public. En résumé, cette étude montre donc que les réseaux interconseils peuvent s'avérer préjudiciables du point de vue des actionnaires, ce qui se traduit par de plus faibles performances des entreprises concernées.

³³⁶ À ce titre, cf. BIRNBAUM (1977), BIRNBAUM *et al.* (1978), BOURDIEU (1989), KADUSHIN (1995) et nos explications dans la partie I, chapitre 3, section 1.

³³⁷ Au sujet du rôle de la politique, cf. également l'étude de BERTRAND *et al.* (2007) selon laquelle les premiers dirigeants ayant des connexions politiques seraient enclins à prendre des décisions en matière d'emploi correspondant aux préférences de la politique nationale menée, notamment dans la période préélectorale. Ces actions s'avèrent *ex post* très coûteuses pour l'entreprise. En revanche, les firmes présidées par un PDG « politiquement connecté » ne semblent pas tirer davantage de profits de cette liaison, la corrélation entre celle-ci et la performance étant significativement négative.

Outre les travaux précités, une étude récente, menée par ELOUAER MRIZAK (2009), a attiré notre intérêt. Cet auteur part d'un objectif ambitieux qui consiste à analyser, à l'exemple des 250 sociétés cotées dans l'indice SBF 250 sur la période 2000-2005, les effets des liens personnels sur la performance. Cette dernière est mesurée par deux variables : le *return on assets (RoA)* et le ratio Q de *Tobin*. Le phénomène des liens interconseils est abordé par quatre mesures sociométriques qui reflètent l'importance d'une entreprise dans le réseau :

- la densité des liens personnels qui correspond au rapport entre les relations existantes et le nombre total des liens qu'on peut théoriquement établir ;
- la *betweenness* qui mesure le nombre de fois qu'une société apparaît sur le chemin le plus court entre deux entreprises quelconques de l'indice ;
- la proximité (*closeness*) qui indique le nombre de connexions nécessaires pour atteindre tous les membres du réseau, et ;
- le nombre total d'entreprises liées par les relations interconseils.

Le modèle est complété par des diverses variables de gouvernance et de contrôle. Les tests empiriques sont réalisés par des régressions de données de *panel*, en appliquant tant le modèle à effets fixes que celui à effets aléatoires. La comparaison des coefficients de corrélation révèle que la densité, la proximité et le fait que le PDG exerce des mandats externes réciproques ont une influence négative sur le *RoA*. En revanche, dans le cas du ratio Q de *Tobin*, aucun critère sociométrique n'est significatif. Les tests de *panel* montrent que seule la variable *betweenness* a un impact légèrement positif sur le *RoA* indiquant qu'une firme plus centrale semble connaître une meilleure performance. Aussi, le nombre de sociétés atteignables a un impact positif sur le ratio Q de *Tobin* d'une firme. L'auteur conclut que la position d'une société dans le réseau paraît donc être décisive pour expliquer les conséquences des liens sur la performance.

Néanmoins, plusieurs éléments de l'étude précitée nous paraissent critiquables. D'une part, la limitation à des mesures sociométriques ne permet pas d'analyser les liens interfirmes à partir des acteurs les créant, à savoir les administrateurs. En effet, cela demanderait l'ajustement du nombre de liens pour la taille de l'organe de contrôle ce que l'étude manque de faire. D'autre part, le nombre de mandats réciproques exercés par le PDG n'a été retenu que sous la forme d'une variable binaire. De plus, ce critère ne figure pas dans le groupe des variables expliquées, mais dans celui des variables de gouvernance. Aussi, la multicolinéarité ne semble pas avoir été testée entre les variables explicatives bien que ce risque nous semble être important. Enfin, les deux variables explicatives (faiblement) significatives dans les tests de *panel*, la *betweenness* et le nombre total de liens noués avec d'autres firmes, représentent des critères globaux des liens personnels qui ne permettent pas d'en déduire des réponses concernant l'incidence du fait qu'un administrateur exerce parallèlement plusieurs mandats. Par conséquent, nous décidons de ne pas retenir les résultats que nous venons de décrire dans le tableau de synthèse suivant.

Tableau 24 : L'impact des liens personnels sur la performance : les résultats des études sociostratégiques réalisées en France

Auteur(s)	Période d'observation	Taille de l'échantillon	Variable(s) expliquée(s)	Résultat(s) de l'étude	Impact sur la performance
Pichard-Stamford (2000)	1988-1993*	189 entreprises	Rentabilité économique	> baisse de la rentabilité économique suite à la présence d'administrateurs exerçant en moyenne au moins cinq mandats	négatif
			Rentabilité financière	> relation positive entre les organes de contrôle dont la moitié des administrateurs exerce au moins 10 mandats et la rentabilité financière	positif
			Indice de Sharpe	> relation positive entre les conseils dont les mandataires exercent en moyenne au moins dix postes et l'indice de Sharpe	positif
Kramarz / Thesmar (2004)	1992-2003	environ 6.000 mandataires	Rentabilité économique	> relation négative entre le nombre de mandats de contrôle exercés par le PDG et la rentabilité économique	négatif

Source : propre tableau établi à partir des études y figurant

* Il s'agit de la période d'observation globale. En raison d'un manque de données, plusieurs analyses ont, cependant, dû être menées de façon annuelle.

3.3 Les analyses des liens personnels en Allemagne

Très récemment, ENTORF *et al.* 2009 ont conduit une étude intéressante sur la relation entre l'échange de mandataires sociaux et le niveau de rémunération des grandes multinationales allemandes.³³⁸ Dans leur travail, les auteurs opposent le cadre théorique disciplinaire classique, qu'ils font intervenir par l'approche de collusion, à un cadre sociostratégique plus large qui tient compte des relations de pouvoir au niveau des liens interfirmes. Suivant l'hypothèse de collusion, la rémunération du *management* est fonction du nombre des liens interconseils établis, un nombre plus important de relations personnelles établies étant supposée conduire – *via* des comportements de collusion – à des rémunérations plus élevées. En revanche, quand on applique un raisonnement en termes de pouvoir, la rémunération du directoire est supposée dépendre positivement du nombre de mandats externes qu'exercent ces membres – et donc du pouvoir d'influence acquis – et, négativement, du nombre de dirigeants externes présents dans son propre conseil de surveillance. Selon l'approche de pouvoir, une concentration, au sein d'un organe de contrôle, de mandataires occupant des fonctions exécutives externes ne conduira ainsi pas nécessairement à des comportements de collusion en termes de rémunération en faveur des dirigeants de la société d'accueil. Plutôt, le niveau de rémunération dépendra du jeu de pouvoir qui se joue entre la direction en place et les mandataires exécutifs invités, une plus grande influence des administrateurs étant même censée conduire à un plus faible pouvoir de négociation du *management* en place qui peut se traduire par des rémunérations moins importantes.

L'étude empirique porte sur les groupes inscrits dans l'indice DAX 30, fin 2003, et s'étale sur une période de six ans (2001-2006). La variable à expliquer est la rémunération qui est versée, en moyenne, au dirigeant de la société considérée. Les auteurs conduisent leur analyse économétrique par des méthodes de *panel* ce qui permet de tenir compte de l'hétérogénéité spécifique de chaque entreprise. L'analyse confirme le raisonnement issu de l'approche du pouvoir en montrant que la rémunération moyenne d'un *manager* est positivement fonction du nombre de dirigeants envoyés dans d'autres conseils de surveillance. Autrement dit, le niveau de présence d'une entreprise au sein d'un réseau des liens directs a un impact significatif sur la rémunération moyenne de ses dirigeants. L'équipe dirigeante d'une société dont l'organe de contrôle est composé de beaucoup de *managers* externes se caractérise alors par des rémunérations comparativement plus faibles que les membres du directoire d'une entreprise n'accueillant, au sein de son propre conseil de surveillance, que très peu d'exécutifs externes. Au regard de ces résultats, les auteurs rejettent l'hypothèse de collusion et valident l'approche du pouvoir. Ainsi, le niveau de rémunération du *management* d'une firme ne dépend pas simplement du nombre de liens que ce dernier entretient avec son entourage (par la présence dans d'autres conseils), mais de la position de pouvoir de la société dans ledit réseau.

³³⁸ Au sujet des rémunérations des dirigeants allemands, cf. notamment SCHMIDT / SCHWALBACH (2007).

Ajoutons que l'étude d'ENTORF *et al.* (2009) permet de répondre à une autre question souvent vivement discutée en Allemagne : les conséquences du passage automatique du président du directoire, après la fin de son mandat exécutif, dans le conseil de surveillance de cette même entreprise. Ainsi, les auteurs ne trouvent pas de lien significatif entre le niveau de rémunération des dirigeants et la présence, au sein de l'organe de contrôle, d'anciens *managers*. Bien que l'on puisse observer, ces dernières années, une augmentation des rémunérations moyennes des dirigeants allemands, cela ne semble donc pas dû au fait que près d'une société sur deux du DAX 30 accueille dans son conseil de surveillance un ancien dirigeant.

Si le travail d'ENTORF *et al.* (2009) constitue une étude très récente et nouvelle dans le sens où elle cherche à combiner des aspects financiers et de pouvoir, elle peut, cependant, être critiquée à plusieurs égards. D'une part, les auteurs prennent en considération tant les structures dyadiques que les structures triadiques ce qui permet d'inclure directement l'aspect « réseau », souvent délaissé par les travaux empiriques. Or, l'analyse se contente de retenir les liens personnels directs, à savoir les relations qui sont nées de l'envoi direct d'un membre du directoire dans le conseil de surveillance d'une autre entreprise. En revanche, le réseau des liens indirects est exclu des observations, les auteurs n'attribuant pas, à cette forme relationnelle, un potentiel d'influence important sur le niveau de rémunération. Cela constitue à notre avis un inconvénient important. De fait, comme l'indique la littérature et comme nous le montrerons dans la partie descriptive de cette thèse, le réseau des liens indirects s'avère beaucoup plus large que celui des relations directes et peut avoir des conséquences non négligeables sur les processus de décision. Dans le contexte des questions de rémunération, l'existence de nombreux liens indirects peut ainsi, par exemple, conduire à l'harmonisation des niveaux de rémunération ou, dans le cas contraire, à une spirale des salaires, alimentée notamment par des dirigeants anciens siégeant dans de nombreux organes de contrôle nationaux et internationaux. L'exclusion des liens indirects risque ainsi d'omettre une part très importante des réseaux d'administrateurs.

D'autre part, l'étude ne traite pas, faute de données, les salaires individuels des membres du directoire, mais se limite à l'analyse de la seule rémunération moyenne. Ce lissage fait disparaître les différences de rémunérations importantes qui existent au sein de certaines équipes dirigeantes et risque de sous-estimer le rôle particulier des premiers dirigeants « enracinés » dans ces relations de pouvoir. Néanmoins, une telle distinction pourrait s'avérer fort bénéfique, notamment quand seul le cumul de mandats externes par les premiers dirigeants conduit – en raison d'un cumul de trop de pouvoir – à des niveaux de rémunérations excessives. Le tableau subséquent résume les résultats précités (tableau 25).

Tableau 25 : L'impact des liens personnels sur la performance : les résultats des études sociostratégiques réalisées en Allemagne

Auteur(s)	Période d'observation	Taille de l'échantillon	Variable(s) expliquée(s)	Résultat(s) de l'étude	Impact sur la performance
Entorf et al. (2009)	2001-2006	30 entreprises	Rémunération moyenne par dirigeant	> présence de beaucoup d'administrateurs occupant des fonctions exécutives externes tend à diminuer la rémunération moyenne des dirigeants de la société accueillante	positif*
				> envoi de dirigeants dans de nombreux organes de contrôle externes tend à augmenter leur rémunération moyenne	négatif*

Source : propre tableau établi à partir des études y figurant

* positif dans le sens où cela évite des niveaux de rémunérations excessifs et *vice versa* ; Précisons, toutefois, que l'impact sur la performance n'est pas facile à prédire car un niveau de rémunération plus faible, occasionné notamment par la présence de « cumulards » très puissants, peut conduire l'équipe dirigeante à entamer des projets permettant d'augmenter leur propre pouvoir, mais qui ne seront pas forcément bénéfiques pour les actionnaires.

3.4 Les analyses des liens personnels dans d'autres pays

Outre les travaux anglo-saxons et français précités, il ne semble exister qu'un nombre limité d'études traitant les effets des liens personnels sur la création de valeur dans d'autres régions du monde et adoptant une perspective sociostratégique. Majoritairement conduits dans les pays émergents tels que Singapour, la Corée du Sud, ces travaux sont parfois accompagnés par une analyse des systèmes de gouvernance respectifs des dits pays.

Parmi le peu d'études existantes, celle de PHAN *et al.* (2003) souligne l'impact favorable des liens interconseils sur la création de richesse. Cette conclusion positive vis-à-vis du partage d'administrateurs repose sur une analyse de 191 entreprises singapouriennes, pour lesquelles les auteurs constatent une influence positive sur la rentabilité des capitaux propres, mesurée en termes comptables.³³⁹ La mobilisation parallèle d'arguments issus de la théorie de la dépendance envers les ressources et de celle de la cohérence de classe vise à mettre en lumière la nature de la relation entre les liens personnels et la performance pour chacune de ces deux visions. Quant à la première, les auteurs admettent une amélioration de la performance en cas d'existence de liens, l'argumentation sous-jacente étant qu'ils permettraient, tant de mieux organiser les relations organisationnelles avec d'autres entreprises que d'atténuer la tendance des acteurs économiques à agir de façon opportuniste. En revanche, suivant la théorie de l'hégémonie de classe, les liens interconseils sont considérés comme un phénomène à but principalement social sans incidence directe sur la performance.

Concernant la mesure des liens, les auteurs comptent les firmes mutuellement connectées, indépendamment du nombre d'administrateurs impliquées dans ces relations. Il s'agit donc d'une définition restrictive, se limitant aux liens réciproques et ne tenant pas compte de leur intensité. À partir de cette définition, trois catégories de liens sont distinguées : intra-sectoriels, intersectoriels et établis avec des institutions régulatrices. Néanmoins, une relation positive avec la création de valeur n'a pu être constatée qu'au niveau des liens intersectoriels. Par conséquent, les auteurs concluent que la présence d'administrateurs originaires d'autres branches semble, grâce à un meilleur flux d'information, améliorer les relations organisationnelles avec les partenaires de la firme. En revanche, l'innocuité des deux autres types de liens personnels semble parler en faveur de la théorie de la cohérence de classe sociale selon laquelle ces liens serviraient donc à renforcer le pouvoir d'un groupe restreint d'élites *managériales*.

³³⁹ Notons ici qu'aucune information relative à la période d'observation n'a pu être trouvée. En effet, bien que l'argumentation des auteurs fasse supposer une analyse pluriannuelle (*Ibid.*, p. 343 : « [...] we are looking at a long-term phenomenon [...]. [...] the time period in which this study was conducted included the Asian economic crisis of 1997 [...] »), la seule date indiquée est celle du décembre 1997 comme fin de l'étude.

Une analyse récente des réseaux d'administrateurs en Corée du Sud conclut également à une incidence positive des liens personnels sur la performance, mais précise cependant que leurs conséquences semblent dépendre de leur niveau de densité (KIM, 2005). Dans son analyse empirique, l'auteur vérifie, pour un échantillon de plus de 4.000 administrateurs sur la période 1990-1990 et à l'aide de régressions de données de *panel*, l'impact des liens sociaux sur la création de valeur. Pour y parvenir, le modèle retient à la fois des arguments issus de la théorie positive de l'agence et de divers approches sociostratégiques, sans pour autant les inclure dans une véritable théorie synthétique de la gouvernance. L'aspect des liens est appréhendé ici à travers la densité de réseau, mesurée par le nombre des liens sociaux existants rapporté au total des liens personnels qu'il est possible de nouer. Sont considérés comme liens sociaux, dans ladite étude, les liens familiaux, ceux issus d'une formation communément suivie par le passé (liens élitistes), ainsi que ceux relevant d'une participation commune dans les mêmes associations économiques (liens régionaux). Pour tester l'effet de ces types relationnels sur la performance, l'auteur retient comme variable à expliquer la rentabilité économique.³⁴⁰

L'apport de l'étude de KIM (2005) consiste en le résultat que l'effet des liens sociaux semble principalement fonction du niveau de concentration, l'auteur identifiant un impact positif pour des niveaux de densité faibles. Cet impact devient négatif pour des niveaux de densité élevés. Par ailleurs, les liens personnels basés sur un parcours de formation commun influencent positivement la performance, tandis que ceux issus des associations professionnelles ne révèlent pas d'effet significatif. Selon l'auteur, ces résultats confirment la validité de la théorie du capital social de COLEMAN (1990) selon laquelle les réseaux sociaux peuvent contribuer à une augmentation de la création de richesse. Ceci est également le cas pour le capital social externe (liens élitistes). En revanche, l'existence de liens régionaux ne semble pas forcément renforcer la performance. Pour ce qui est de la réaction différente des réseaux sociaux selon leur niveau de densité, elle semble, par ailleurs, confirmer la théorie positive de l'agence. En effet, cette dernière admet qu'une concentration trop élevée de liens personnels risque de dégrader la discipline au sein du conseil d'administration et de nuire, par un contrôle trop laxiste de l'équipe dirigeante, à la création de valeur. Cependant, l'auteur fait remarquer que son étude ne peut être facilement adaptée à d'autres pays puisque les spécificités culturelles régionales mises en avant paraissent sensiblement déterminer les effets des liens personnels présentés.

³⁴⁰ Néanmoins, ce choix peut prêter à discussion puisque la rentabilité économique (*return on assets*) ne constitue pas une variable très pertinente pour mesurer la création de valeur dans une optique actionnariale.

Tableau 26 : L'impact des liens personnels sur la performance : les résultats des études sociostratégiques réalisées dans d'autres pays

Pays	Auteur(s)	Période d'observation	Taille de l'échantillon	Variable(s) expliquée(s)	Résultat(s) de l'étude	Impact sur la performance
Singapour	Phan <i>et al.</i> (2003)	période non indiquée	191 entreprises	Rentabilité des capitaux propres (valeurs comptables)	> relation positive entre le nombre de liens interconseils réciproques établis avec des organes de contrôle issus d'autres secteurs économiques et la création de valeur	positif
					> relations non significatives entre le nombre de liens interconseils réciproques établis avec des organes de contrôle issus du même secteur économique ou avec ceux d'institutions régulatrices et la création de valeur	aucun impact
Corée du Sud	Kim (2005)	1990-1999	> 4.000 administrateurs	Rentabilité économique	> relation positive entre le niveau de densité du réseau social et la création de valeur; relation devient négative pour des niveaux de densité importants	positif / négatif
					> relation positive entre les liens basés sur la poursuite d'une formation élitiste commune et la création de valeur	positif

Source : propre tableau établi à partir des études y figurant

Conclusion du chapitre 3

Ce chapitre avait pour objectif de compléter les explications de la perspective juridico-financière relatives au rôle des liens interconseils, par la mise en lumière des réponses que propose la recherche en sociologie et en stratégie par rapport à l'incidence de ce type de relations interfirmes. Les approches théoriques mobilisées dans les travaux sociostratégiques peuvent être distinguées, selon la fonction qu'elles attribuent aux liens, en deux groupes. Le premier part du principe que les liens personnels constituent un outil pour atteindre des objectifs supérieurs, allant au-delà de la sphère même de la firme. Leur but consiste, par exemple, à assurer le pouvoir d'un groupe d'entreprises, d'un secteur économique ou encore d'une classe sociale. La seconde vision admet que les firmes nouent des liens personnels afin d'atteindre des objectifs qui leur sont propres. Il s'agit ici notamment de réduire l'incertitude environnementale à travers un meilleur accès à des ressources externes ou, encore, de sécuriser le pouvoir des dirigeants par la nomination d'administrateurs bien disposés à leur égard.

Après avoir mis en lumière l'apport des diverses approches théoriques, nous avons, dans un second temps, recensé les différentes analyses empiriques qui ont été menées à partir d'une perspective sociostratégique pour tester les conséquences des liens interconseils pour la performance de l'entreprise. À ce titre, nous avons pu constater deux faits majeurs. D'une part, le nombre de travaux empiriques est très limité. Ainsi, nous n'avons trouvé que cinq études américaines, deux analyses françaises, un seul travail allemand, une étude singapourienne et une analyse menée en Corée du Sud abordant les conséquences d'un échange de mandataires communs sur la création de valeur. D'autre part, les études empiriques retenues se distinguent par de nettes différences de résultat. En ce qui concerne les analyses américaines, assez nombreuses, elles indiquent majoritairement un impact positif des liens interconseils sur la performance. Ainsi, le cumul de mandats (de contrôle et de direction) semble, *via* l'acquisition de meilleures connaissances et compétences, sensiblement améliorer la création de richesse, conduisant, par exemple, à de meilleures évaluations des firmes concernées en Bourse, à de meilleures rentabilités comptables ou, encore, à un avantage comparatif au niveau des opérations d'acquisition. En revanche, l'incidence ne semble pas très claire en Europe continentale. De fait, les travaux français et allemand identifiés montrent tous tant des effets positifs que négatifs (qu'il s'agisse d'impacts directs ou indirects). En revanche, les études menées à Singapour et en Corée du Sud concluent légèrement en faveur d'une incidence positive de la présence simultanée de mandataires dans plusieurs organes de gouvernance sur la performance.

Conclusion de la seconde partie

Après une description introductive des caractéristiques des réseaux interfirmes et de leur évolution au sein des systèmes de gouvernance français et allemand, cette seconde partie avait pour objectif de présenter les approches théoriques généralement mobilisées pour aborder l'influence de ces relations. Au regard de notre objectif de recherche, nous nous sommes limité à l'analyse des liens personnels dont nous cherchons, à partir d'une perspective microéconomique, à tester l'impact sur la performance de la firme. Quant aux liens financiers, nous ne les retiendrons – pour des raisons de complexité – qu'en tant que variable de contrôle.

Pour mieux comprendre les effets des liens personnels, nous avons d'abord recensé, sur la base de travaux empiriques issus de différentes approches, les principaux déterminants du nombre d'échanges de mandataires qu'une firme établit avec d'autres sociétés (chapitre 1). Ensuite, nous avons mis en lumière le rôle attribué à ces liens par la théorie positive de l'agence qui constitue l'un des courants le plus souvent retenu dans la perspective financière (chapitre 2). Pour compléter notre analyse, nous avons finalement présenté diverses approches sociostratégiques qui sont susceptibles de mettre en valeur l'incidence des liens interconseils (chapitre 3). Nous résumerons, par la suite, l'apport de chacun des trois chapitres.

Le premier chapitre avait pour but d'identifier, à travers la mobilisation de travaux issus de divers courants théoriques, les facteurs-clés déterminant le nombre de liens interconseils qu'une firme noue avec son environnement. Pour y parvenir, nous avons classé les facteurs respectifs en caractéristiques de la firme, de l'organe de contrôle et des mandataires sociaux. En ce qui concerne l'influence de la firme, la majorité des travaux montre un impact positif de la taille sur l'échange d'administrateurs. De plus, les groupes financiers semblent entretenir davantage de liens que les firmes originaires d'autres secteurs. De surcroît, l'existence de participations en capital semble participer au renforcement des liens interconseils. Enfin, la performance influe positivement sur la quantité des relations établies, le marché du travail externe des administrateurs y occupant un rôle disciplinaire important. Outre ces résultats, un conseil de grande taille et la présence d'administrateurs externes et indépendants stimulent la mise en place de liens. En revanche, un nombre élevé de réunions annuelles réduit le nombre de ces relations. Pour ce qui est des caractéristiques des mandataires sociaux, leurs effets sont plus difficiles à identifier. Si l'âge des premiers dirigeants ne semble jouer aucun rôle, celui des administrateurs influence positivement les mandats cumulés. La présence d'administrateurs à fonction exécutive augmente le nombre de relations établies. En revanche, une rémunération élevée des administrateurs tend à restreindre le nombre de liens interconseils noués.

Le second chapitre visait à présenter l'incidence des liens personnels dans une perspective juridico-financière de la gouvernance – à cette fin, nous nous sommes appuyé sur la théorie positive de l'agence –, et de présenter ensuite un résumé des différents travaux empiriques testant l'influence des liens interconseils sur la performance de la firme. Retenant une vision contractuelle, ladite approche propose un dispositif de mesures incitatives et disciplinaires permettant de réduire les divergences d'intérêts qui relèvent d'une séparation des fonctions de propriété et de décision, initialement réunies dans les mains d'un entrepreneur-proprétaire. L'objectif qui sous-tend cette théorie est que l'orientation des dirigeants sur les intérêts des actionnaires conduit à une meilleure efficience. L'organe de contrôle constituant l'un des mécanismes abordés, la théorie se prête à évoquer l'influence des liens interconseils. Les arguments avancés quant à l'impact des échanges d'administrateurs sont de nature disparate. Dans une vision négative, le cumul de mandats est censé provoquer, suite à la surcharge de temps des mandataires, une diminution des efforts de contrôle vis-à-vis des dirigeants. De plus, l'existence de relations réciproques est supposée conduire à une baisse de la discipline, entraînant par-là même une moindre création de valeur. Cependant, le courant propose aussi une perspective positive des liens personnels, engendrée par l'effet de réputation du marché du travail des administrateurs et par l'apport de compétences en matière de contrôle des « cumulards », permettant tous deux de renforcer la discipline et d'améliorer la performance.

L'analyse des études empiriques traitant l'impact du cumul de mandats sur la performance, révèle pourtant des résultats différents. Ainsi, l'image négative des liens personnels semble l'emporter au niveau des travaux américains. Ces derniers montrent assez clairement un effet disciplinaire indirect négatif, conduisant à des niveaux de rémunération plus élevés et à une moindre influence du marché des prises de contrôle. En revanche, l'impact direct des liens sur la performance semble moins clair, les travaux montrant tant des réactions négatives, neutres que positives. Toute différente apparaît l'image en Europe continentale où le peu de travaux existants ne permettent pas d'obtenir une réponse tranchée. Tandis que certains travaux français et allemands confirment, comme la majorité des analyses américaines, l'incidence négative des liens personnels, d'autres trouvent des impacts neutres voire même positifs. Ces résultats semblent s'expliquer tant par la diversité des variables mobilisées que par les caractéristiques spécifiques des systèmes de gouvernance nationaux respectifs.

Enfin, le troisième chapitre nous a permis de mettre en lumière la fonction que les liens interconseils sont supposés occuper dans une perspective sociostratégique. À ce titre, nous avons présenté deux grandes visions, se distinguant par le rôle qu'elles attribuent aux relations personnelles interfirmes. La première admet que l'échange d'administrateurs constitue un moyen pour

atteindre des objectifs supérieurs consistant, par exemple, à sécuriser le pouvoir d'un cercle d'entreprises, d'une branche économique spécifique ou d'une classe sociale élitiste. En revanche, la seconde vision postule que les liens interconseils servent des intérêts qui sont définis au niveau de l'entreprise. Ceci concerne généralement l'objectif de réduction de l'incertitude de la firme qu'elle affronte pour accéder à des ressources externes ou, encore, la volonté des dirigeants à assurer leur position de pouvoir au sein de la société.

Concernant les études sociostratégiques qui testent l'impact des liens personnels sur la performance, on constate qu'elles ne sont pas très nombreuses, notamment en Europe continentale. En revanche, elles concluent de façon plus positive sur les conséquences de ce type relationnel sur la performance. Ainsi, les travaux américains font tous ressortir un impact positif sur la performance. Celui-ci semble vraisemblablement dû à l'apport de meilleures connaissances et compétences des « cumulards » dont les firmes semblent profiter à travers des évaluations boursières plus élevées, de meilleures rentabilités comptables et d'un avantage comparatif concernant les opérations d'acquisition. En revanche, les conclusions pour l'Europe continentale s'avèrent à nouveau moins claires. Ainsi, les études françaises identifiées font ressortir tant des résultats négatifs que positifs, le côté négatif l'emportant légèrement. Pour ce qui est de l'étude allemande que nous avons pu identifier, elle fait ressortir une relation négative entre les liens et le niveau de rémunération, mais ne se prononce pas explicitement sur les effets sur la création de valeur. Enfin, les analyses asiatiques repérées concluent plutôt positivement sur les liens personnels.

Lorsqu'on regarde l'ensemble des résultats empiriques, on s'aperçoit que la perspective financière – bien qu'elle connaisse une acceptation toujours très importante dans la recherche en gouvernance – ne paraît pas en mesure de conclure définitivement sur l'influence des liens interconseils. De fait, on y constate généralement autant de résultats positifs que négatifs ou neutres. Nous pensons que cette absence de résultat tranché semble notamment conditionnée par l'approche théorique qui, exclusivement disciplinaire, ne tient pas compte des aspects sociaux et de pouvoir des liens. Or, ces derniers peuvent également déterminer la performance. Ceci semble confirmé par l'analyse des travaux sociostratégiques qui, bien que peu nombreux, plaident plutôt en faveur d'un effet positif du partage d'administrateurs communs, dû notamment à l'échange d'informations, de connaissances et d'expériences.

Au regard de ces inconvénients, nous pensons qu'un élargissement de l'approche disciplinaire à des aspects cognitifs, empruntés notamment aux courants sociostratégiques, pourrait contribuer à une meilleure compréhension du rôle des liens personnels en France et en Allemagne. En conséquence, nous proposons de retenir, pour nos analyses, une approche synthétique de la gouvernance que nous présenterons dans la partie suivante.

TROISIÈME PARTIE

L'approche synthétique de la gouvernance et son apport pour une réinterprétation du rôle des liens interconseils

Introduction à la troisième partie

Dans la partie précédente, nous avons mis en lumière les difficultés des approches financière et sociostratégiques à expliquer les effets du partage d'administrateurs communs sur la performance des entreprises. Ainsi, le pouvoir explicatif de la perspective financière de la gouvernance – bien qu'elle apparaisse plus équilibrée par rapport aux effets des liens interconseils que ce que la littérature, notamment anglo-saxonne, laisse parfois supposer – se révèle souvent insuffisant pour conclure définitivement sur l'impact de cette forme relationnelle sur la création de valeur. Les raisons de la faible pertinence de cette approche résident principalement dans les restrictions théoriques qui, purement disciplinaires, ignorent l'appréhension d'autres facteurs d'influence tels que le pouvoir ou l'existence de relations sociales entre les mandataires. Néanmoins, ces aspects peuvent également influencer la création de valeur. En conséquence, les travaux empiriques empruntant ledit cadre théorique font ressortir des résultats mitigés et ne permettent pas d'en déduire d'explications ultimes sur l'impact des liens interconseils.

À la différence de la perspective financière, les approches sociostratégiques tiennent généralement bien compte des aspects sociaux et de pouvoir. Ces visions montrent ainsi que l'impact des liens interconseils peut être également déterminé par des facteurs non financiers tels que l'existence d'une logique d'action propre aux administrateurs appartenant à un réseau social ou la présence de rapports de pouvoir entre les firmes concernant l'accès à des ressources critiques. Néanmoins, la perspective sociostratégique présente, elle aussi, un pouvoir explicatif limité. De fait, l'objectif principal de ce cadre théorique étant d'expliquer des phénomènes sociaux et / ou stratégiques, les travaux empiriques vérifiant les conséquences des liens interconseils sur la performance de la firme sont assez rares. Dès lors, bien que le peu d'études existantes montre une image plutôt positive des liens interconseils, leur nombre ne paraît ainsi pas suffisant pour conclure de façon définitive sur l'incidence du cumul des mandats.

Si les perspectives financière et sociostratégique présentent donc des points faibles différents par rapport à l'explication des effets des liens personnels sur la performance, elles se rejoignent dans le fait qu'elles négligent, toutes deux, le rôle des aspects cognitifs. De fait, dans la mesure où le conseil d'administration n'est pas seulement considéré comme un organe de gouvernance ayant vocation à contrôler l'équipe dirigeante et à délimiter son espace discrétionnaire, mais également à conseiller le management afin de mieux établir la stratégie de l'entreprise, il exerce une double fonction. Or, la perspective financière reste exclusivement disciplinaire tandis que les perspectives sociostratégiques abordent, certes, des aspects sociaux et de pouvoir, mais sans évoquer directement les aspects cognitifs des liens personnels.

Au regard des difficultés des cadres théoriques précités à expliquer les conséquences des liens personnels pour la création de valeur, la mobilisation d'une approche récente – souvent dénommée « approche synthétique de la gouvernance » – nous semble particulièrement judicieuse pour obtenir des réponses plus claires sur les relations interconseils. Si cette nouvelle approche s'inscrit également dans une perspective d'efficacité économique, elle présente tout de même l'avantage de rassembler, sous une forme « bi-céphale », les divers arguments mobilisés par les visions disciplinaire et cognitives. Dès lors, la production de richesse n'est plus considérée comme un processus purement statique – où il s'agit d'augmenter la création de valeur à un instant donné au moyen d'une minimisation des coûts, engendrés par un comportement opportuniste des contractants économiques –, mais comme un processus dynamique reposant sur la génération continue de connaissances suite aux échanges cognitifs entre les acteurs de la firme. Cette seconde vision accorde, entre autres, une place importante à l'apprentissage organisationnel. Cela étant, l'entreprise se voit donc chargée de promouvoir l'interaction entre les acteurs économiques à schémas cognitifs différents en vue d'assurer, de par leur interaction, la création d'un avantage concurrentiel durable garantissant la pérennité de cette première.

Basé sur cette perspective synthétique, le modèle de recherche que nous proposons sera constitué de deux piliers centraux reflétant chacun l'une des perspectives théoriques précédemment évoquées. Le premier pilier représente les arguments traditionnellement avancés par la perspective juridico-financière pour expliquer l'impact du cumul de mandats sur la performance de la firme. Les arguments mis en avant seront rassemblés autour de deux voies d'intervention différentes : la surveillance et les compétences. La première voie – surveillance – vise à tester l'hypothèse standard d'un manque de temps des administrateurs multimandats pour accomplir avec soin leurs tâches de contrôle respectives, la surcharge de travail étant supposée se traduire par une baisse de la discipline au sein du conseil d'administration, débouchant *in fine* sur une moindre création de valeur. Quant à la seconde voie – compétences –, elle cherche à modéliser le rôle de récompense que peut jouer le marché du travail externe des administrateurs concernant la « réputation d'expertise » des multimandataires. Si ce marché fonctionne de façon efficace, le cumul de mandats peut ainsi également s'expliquer comme une récompense de compétences de contrôle acquises lors de l'exercice des différents mandats. Dans ce dernier cas, les liens interconseils peuvent donc aussi – *via* un renforcement de la surveillance – conduire à une augmentation de la création de valeur. Le second pilier central du modèle, lui, réunit des arguments issus de divers courants cognitifs qui sont rassemblés autour de deux voies d'intervention majeures : informations et compétences. La première voie symbolise l'accès de la firme à l'information, l'argumentation sous-jacente étant que l'équipe dirigeante peut profiter

des canaux d'informations dont disposent les administrateurs « cumulards » grâce à leurs nombreux mandats exercés. L'avantage potentiel pour l'entreprise réside, ici, dans la possibilité de disposer, à travers les canaux, d'un système de « pré-alerte » économique, et de pouvoir mieux évaluer son environnement. Dans une interprétation négative, cet aspect peut, cependant, conduire à des comportements moutonniers du côté de la classe dirigeante, et *ergo*, à de mauvaises décisions stratégiques. Si la seconde voie d'intervention de la perspective cognitive aborde également l'aspect « compétences », il s'agit, ici, des compétences « stratégiques » des administrateurs multimandats, acquises lors des échanges cognitifs – que ce soit avec d'autres mandataires ou avec les dirigeants – au sein d'un processus d'apprentissage collectif. Cet aspect peut faire apparaître les liens interconseils sous une nouvelle perspective où les expériences et compétences professionnelles des « cumulards » – jusque-là souvent négligées – peuvent s'avérer particulièrement bénéfiques lors de l'étude de questions stratégiques. Aussi, ce pilier vise à vérifier l'influence de facteurs tels que la formation ou les compétences « sociétales ».

Enfin, notre modèle aura aussi pour but d'étudier l'influence d'autres facteurs, habituellement mis en avant par la recherche en gouvernance pour déterminer le niveau de création de valeur de la firme. À ce titre, nous distinguerons deux groupes de variables d'influence. Le premier groupe comprend des variables médiatrices et reflète les modalités intervenant au niveau de la détermination de l'influence de nos variables explicatives sur la variable dépendante. Il s'agira, ici, de vérifier l'effet médiateur de facteurs tels que la taille de l'organe de contrôle, relatifs à l'incidence générale du cumul de mandats sur la création de valeur. Le second groupe est constitué de diverses variables de contrôle et cherche à tester la plausibilité de notre modèle de recherche à travers l'inclusion de facteurs généraux non directement liés au phénomène explicatif principal, mais affectant également la performance de l'entreprise. L'inclusion de ces variables nous permet de raisonner *ceteris paribus* par rapport à nos variables centrales.

Dans la partie subséquente, nous développerons donc un modèle de recherche bi-céphale visant à vérifier l'influence des liens personnels sur la création de valeur. Pour y parvenir, nous résumerons, dans un premier temps, les faiblesses du cadre juridico-financier pour expliquer de façon satisfaisante les effets du cumul de mandats sur la création de valeur (chapitre 1). À partir de ces critiques, nous concevrons ensuite notre modèle de recherche qui sera basé sur une perspective synthétique de la gouvernance (chapitre 2). Nous déduirons, à partir du pilier disciplinaire, une première partie de nos hypothèses de recherche, pour élaborer ensuite les hypothèses fondées sur la vision cognitive. Notre modèle sera complété par l'inclusion de variables médiatrices et de contrôle, l'objectif étant de tester l'effet médiateur de l'organe de contrôle, ainsi que le rôle des caractéristiques générales de l'entreprise dans la création de valeur.

Chapitre 1 : Le faible pouvoir explicatif du cadre juridico-financier relatif au rôle des liens personnels

Le cadre juridico-financier de la gouvernance a rencontré et rencontre toujours un grand succès dans les sciences économiques et de gestion. Néanmoins, cette approche connaît plusieurs inconvénients qui l'empêchent de constituer une grille susceptible d'expliquer de manière satisfaisante la diversité concernant la nature et le fonctionnement des structures organisationnelles que l'on trouve dans le monde des affaires. En conséquence, les critiques adressées aux hypothèses de la perspective juridico-financière gagnent, depuis quelques années, de l'ampleur (O'SULLIVAN, 2000a, pp. 395-402 ; CHARREAUX, 2002a, pp. 78-79, 2002b).

Les critiques s'adressent notamment à la priorité accordée, par ladite vision, aux actionnaires, dans l'intérêt desquels la firme est généralement tenue de maximiser sa création de richesse. Cette priorité repose sur l'idée d'une propriété passive, évoquée au début du XX^e siècle par BERLE / MEANS (1932) dans leur ouvrage fondamental sur les grandes sociétés cotées américaines qui se caractériseraient par une nette séparation des fonctions de décision et de contrôle. De fait, contrairement à l'entrepreneur-dirigeant traditionnel, l'actionnaire individuel était supposé ne plus intervenir dans la gestion, mais se contenter d'apporter du capital et d'assumer le risque associé à cet investissement. Pour éviter un comportement opportuniste des dirigeants – désormais seuls responsables du *management* – au détriment des actionnaires, la vision juridico-financière a élaboré, au cours du temps, un dispositif de mesures disciplinaires et incitatives permettant de contraindre le champ d'action des *managers* et de protéger ainsi les intérêts des actionnaires, considérés comme seuls créanciers résiduels.

Cependant, la place centrale accordée aux actionnaires peut prêter à discussion comme le montrent plusieurs études récentes qui trouvent que le poids occupé par les apporteurs de fonds propres dans le financement des firmes s'avère plutôt faible, ce qui ne justifierait pas qu'ils soient davantage protégés que d'autres parties prenantes. Ainsi, FAMA / FRENCH (1999) montrent pour les États-Unis que, bien que les fonds propres représentent la partie majeure du capital des firmes, les augmentations de capital ne représentent, elles, qu'à peine 8 % des investissements réalisés entre 1951 et 1996 contre un niveau de 23 % environ pour les dettes à court et à long terme. Comparée à la répartition effective du capital, la participation des actionnaires au financement des investissements semble ainsi minime. Ces résultats vont, par ailleurs, de pair avec ceux d'une étude comparative internationale de RAJAN / ZINGALES (2003) sur près de 90 ans (1913-1999) qui trouvent, pour l'ensemble des 24 pays considérés, des pourcentages également très faibles pour les investissements financés par augmentations de capital.

Outre l'apparente divergence entre la priorité accordée aux actionnaires et leur contribution au financement des investissements des entreprises, une seconde critique cible le faible pouvoir explicatif de la grille juridico-financière pour rendre compte de la diversité des structures d'actionnariat dans le monde. Différentes études laissent ainsi supposer que l'image d'une large dispersion de l'actionnariat fait plutôt l'exception à la règle (SHLEIFER / VISHNY, 1997 ; HOLDERNESS *et al.*, 1999 ; CLAESSENS *et al.*, 2000). Dans une analyse des structures de contrôle ultimes de 13 pays européens, FACCIO / LANG (2002) montrent ainsi qu'en moyenne seule une entreprise sur trois environ (36,9 %) se caractérise par un actionnariat fragmenté – aucun actionnaire n'atteint les 20 % des droits de vote, – les divergences entre les pays observés étant, cependant, très importantes. En effet, tandis que l'Allemagne et la France se caractérisent par des chiffres très faibles (10,4 % et 14 % respectivement), presque deux-tiers des sociétés en Grande-Bretagne et en Irlande (63,1 % et 62,3 % respectivement) se retrouvent sans actionnaire dominant. Pour les États-Unis, les travaux récents de HOLDERNESS (2009) montrent que 96 % des sociétés d'un échantillon, conçu pour l'année 1995 et composé de 375 firmes, se caractérisent par un actionnaire détenant au moins 5 % du capital. Ces chiffres vont de pair avec l'hypothèse ancienne de DEMSETZ / LEHN (1985) d'une relative concentration du capital et rejettent le « mythe » d'un actionnariat très diffus.

Enfin, on peut critiquer le fait que la perspective juridico-financière semble réduire le rôle des actionnaires à l'apport de capital financier ainsi qu'à l'assomption du risque lié, sans s'interroger sur leurs autres apports potentiels, notamment s'ils disposent d'un niveau important de contrôle (CHARREAUX, 2002a). En effet, au vu des structures de propriété en Europe continentale, l'idée que le rôle des actionnaires dominants se limiterait à un simple apport de capital s'accompagnant d'une passivité lors des prises de décisions, ne semble pas très plausible. Ainsi, plusieurs exemples récents comme les partenariats du type Renault-Nissan, l'entrée de *Porsche* dans le capital de *Volkswagen* ou encore la participation de capital réciproque entre la compagnie d'assurance *Allianz* et le réassureur *Münchener Rückversicherung* montrent que la fonction des actionnaires semble aller bien au-delà de ce que suppose la vision juridico-financière et qu'elle englobe également des réflexions de type stratégique et concurrentielle, devenues plus importantes encore à l'ère de la globalisation du monde des affaires.

Dans ce premier chapitre, nous visons à préciser les limites esquissées du cadre juridico-financier. Nous nous interrogerons d'abord sur les points faibles de cette perspective (section 1), pour évoquer, par la suite, les implications de son faible pouvoir explicatif pour l'interprétation du rôle du conseil d'administration (section 2). Nous terminerons par une présentation des conséquences des hypothèses associées à cette approche pour appréhender les liens interconseils, notamment concernant leur potentiel d'apports cognitifs (section 3).

Section 1 : Les limites générales de la vision juridico-financière

Comme nous l'avons déjà évoqué en détail dans la seconde partie, les origines de la vision juridico-financière de la gouvernance sont habituellement attribuées, dans la recherche en gestion, aux travaux de BERLE / MEANS (1932). Dans leur ouvrage maintes fois cité, ces deux auteurs abordent les changements radicaux des structures de propriété que l'économie américaine a rencontrés au début du XX^e siècle. Selon eux, l'émergence des grandes sociétés par actions aurait suscité – en raison de leur taille et de la dispersion importante du capital en découlant – une séparation quasi-totale des fonctions de décision et de contrôle, traditionnellement assurées par l'entrepreneur-dirigeant. Or, la séparation de ces deux fonctions, jadis réunies dans les mains du patron-entrepreneur, est censée aboutir à une sensible transformation du rôle des actionnaires : ceux-ci se contenteraient désormais d'exercer la seule fonction passive associée à la propriété, consistant en l'apport de capital et en l'assumption du risque financier, mais renonceraient à l'exercice de la dimension « active » de la propriété.

Face à ces changements de responsabilité, BERLE / MEANS (1932) concluent que les actionnaires auraient perdu toute légitimité pour s'approprier exclusivement les bénéfices secrétés par la firme, et profiter d'un statut juridique privilégié leur garantissant une protection explicite de leurs droits de propriété.³⁴¹ Les plus grandes de ces « nouvelles » sociétés se caractérisant, de surcroît, par une dimension macroéconomique associée à l'ensemble des externalités qu'elles génèrent, notamment pour les salariés et les consommateurs, les auteurs préconisent alors d'élargir les objectifs de la firme aux intérêts des autres parties prenantes, sans pour autant s'interroger sur la façon dont cela devrait être organisé.³⁴² Au regard de ces conclusions, il nous paraît ainsi d'autant plus surprenant que l'analyse de BERLE / MEANS (1932) ait, cependant, constitué le point de départ pour le développement de l'approche financière et que celle-ci représente à l'heure actuelle, en dépit de ses limites, la grille théorique la plus fréquemment empruntée pour aborder les questions de gouvernement d'entreprise.

³⁴¹ Cf. BERLE / MEANS (1932, pp. 311-312) : « ... the owners of passive property, by surrendering control and responsibility over the active property, have surrendered the right that the corporation should be operated in their sole interest – they have released the community from the obligation to protect them to the full extent implied in the doctrine of strict property rights ».

³⁴² Cf. BERLE / MEANS (1932, pp. 312-313) : « The control groups [Remarque de l'auteur : l'arrivée au pouvoir, dans les firmes à actionnariat très diffus, de la classe des nouveaux dirigeants] have, rather, cleared the way for the claims of a group far wider [...] They have placed the community in a position to demand that the modern corporation serve not alone the owners or the control but all the society. This [...] alternative offers a wholly new concept of corporate activity. [...] It remains only for the claims of the community to be put forward with clarity and force. [...] It is conceivable, - indeed it seems almost essential if the corporate system is to survive, - that the 'control' of the great corporations should develop into a purely natural technocracy, balancing a variety of claims by various groups in the community and assigning to each a portion of the income on the basis of public policy rather than private cupidity ».

Basée sur une vision contractuelle, la perspective juridico-financière part du principe que les droits des différentes parties prenantes de l'entreprise (fournisseurs, créanciers, salariés...) au partage de la valeur créée sont habituellement sécurisés par des contrats, fixant au préalable leurs rémunérations respectives. Seul le groupe des actionnaires ne bénéficierait pas de cette sécurité, mais se verrait, au contraire, exposé au risque résiduel, ce qui rendrait leurs droits pécuniaires subordonnés à ceux des autres *stakeholders* et dépendants de l'évolution économique. Au vu de la protection contractuelle supposée parfaite des autres partenaires, la meilleure création de valeur serait ainsi censée passer par une gestion exclusivement orientée sur les intérêts des actionnaires (ALCHIAN / DEMSETZ, 1972 ; FAMA, 1980, p. 291 ; FAMA / JENSEN, 1983a, pp. 302-303, 1983b, pp. 328-331). Pour y parvenir, divers mécanismes disciplinaires et incitatifs ont été identifiés ou proposés, leur objectif étant d'aligner le comportement des membres de la direction de l'entreprise sur les intérêts des actionnaires, devenus majoritairement passifs (MANNE, 1965 ; FAMA, 1980 ; DEMSETZ, 1983 ; FAMA / JENSEN, 1983a ; HART, 1983 ; JENSEN / RUBACK, 1983 ; MORCK *et al.*, 1989). Ces contraintes se justifient par un risque d'opportunisme de la part des dirigeants qui cherchent à augmenter leur richesse personnelle (SHLEIFER / VISHNY, 1989 ; EDLIN / STIGLITZ, 1995).

Au fur et à mesure que cette vision a pénétré le monde académique, la discussion s'est élargie pour aborder également le conflit potentiel entre actionnaires dominants et petits porteurs, avec pour objectif de rendre plus difficile une collaboration entre ces premiers et le *management* aux dépens des actionnaires ne disposant pas d'influence significative (BARCLAY / HOLDERNESS, 1989 ; BERGSTRÖM / RYDQVIST, 1990 ; ZINGALES, 1994 ; SHLEIFER / VISHNY, 1997 ; CLAESSENS *et al.*, 1999 ; FACCIO *et al.*, 2001).

Malgré cet élargissement, la vision juridico-financière reste, cependant, au niveau de son cadre analytique, très limitée, puisque les diverses relations d'agence existantes ne sont abordées que sous le seul angle disciplinaire. Selon la finalité de cette grille théorique, on peut en faire ressortir deux explications complémentaires, la seconde explication découlant de la validité de la première. Ainsi, dans une analyse à vocation purement explicative, les structures d'actionnariat semblent pouvoir être justifiées par leur apparente capacité à réduire les coûts d'agence relevant des conflits évoqués. Lorsque l'application de ladite perspective a une finalité normative, l'approche financière permet de concevoir et de mettre en place des systèmes de gouvernance susceptibles de diminuer les coûts d'agence et de parvenir ainsi, à travers la combinaison de mécanismes disciplinaires et incitatifs spécifiques au système en question, à maximiser la création de valeur actionnariale (CHARREAUX, 2002a, pp. 77-78).

Néanmoins, l'angle d'analyse retenu comporte tout de même plusieurs inconvénients que l'on peut résumer, comme le propose CHARREAUX (2002a, pp. 78-79), en trois points, et que nous aborderons en détail dans les trois sous-sections suivantes :

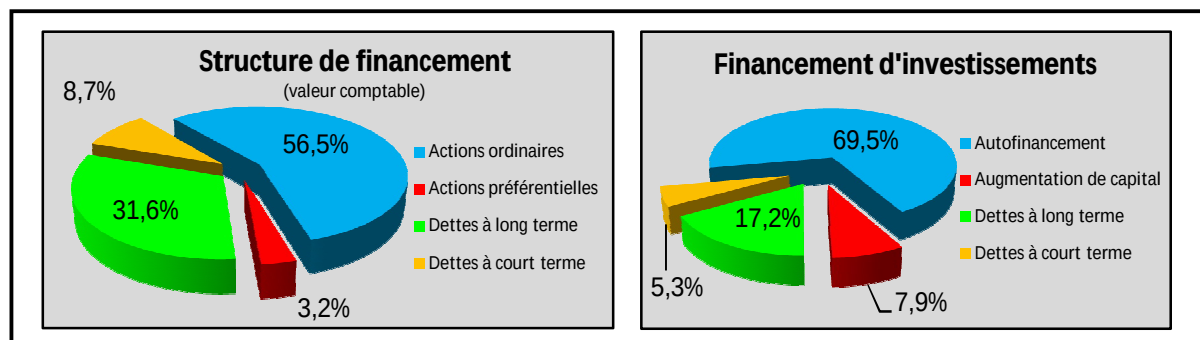
- la place centrale accordée aux actionnaires ;
- l'incapacité de l'approche juridico-financière à expliquer les structures de propriété telles qu'elles existent notamment en Europe continentale, et ;
- la contradiction entre le rôle passif attribué aux actionnaires et l'existence de partenariats et de participations réciproques au sein du monde des entreprises.

1.1 La place centrale accordée aux actionnaires

Comme nous l'avons vu dans la section précédente, la perspective juridico-financière repose essentiellement sur l'hypothèse d'une position prioritaire qui est accordée aux actionnaires en raison du risque résiduel que ce groupe d'acteurs est seul supposé devoir supporter. En revanche, les autres parties prenantes contribuant aussi à la création de valeur, seraient correctement protégées par des contrats anticipant préalablement leur risque respectif.

Or, comme nous l'avons déjà indiqué en début de chapitre, plusieurs études montrent que l'importance attribuée aux actionnaires en tant qu'apporteurs de capitaux centraux ne semble plus correspondre à la réalité dans bon nombre de pays, y compris les États-Unis. Ainsi, l'analyse de FAMA / FRENCH (1999) portant sur 2.353 sociétés cotées non-financières pendant la période 1951 - 1996 révèle que les actionnaires – s'ils sont importants au niveau de la structure de financement – n'occupent qu'une place minimale dans les opérations de financement telles que les augmentations de capital (figure 18). De surcroît, une étude comparative internationale, menée par RAJAN / ZINGALES (2003), montre des niveaux similaires dans d'autres pays et une relative stabilité de ce type d'opérations au cours du temps.³⁴³

Figure 18 : Structure de financement et financement d'investissements de sociétés américaines non financières entre 1951 et 1996



Sources : établi à partir d'informations de FAMA / FRENCH (1999, pp. 1948 et 1954)

³⁴³ À ce titre, cf. également le tableau 5 et les explications correspondantes dans la partie I, chapitre 3.

1.2 Les difficultés à expliquer la diversité des structures de propriété

Le second point de critique renvoie aux limites du cadre juridico-financier de retenir comme seul critère d'analyse le niveau de dispersion du capital, l'argument sous-jacent étant lié à l'hypothèse d'une forte fragmentation de la propriété dans les grandes sociétés. Or, la variété des structures de propriété observées pour un niveau de dispersion donné montre clairement la faiblesse de cette hypothèse (ROE, 2002). En effet, alors que plusieurs études montrent que le pourcentage du capital des grandes sociétés sous forme flottante apparaît – sauf exception comme l'Autriche, la Belgique ou l'Italie – assez élevé, ceci semble moins le cas pour les entreprises de taille moyenne. Autrement dit, on peut constater une baisse de la dispersion du capital au fur et à mesure que l'on augmente la taille de l'échantillon et que l'on abaisse le seuil de contrôle retenu comme critère de distinction (tableau 27).

Tableau 27 : Quote-part des firmes de pays sélectionnés ayant un capital dispersé

Auteur(s) Échantillon Période Pays / Seuil de contrôle	La Porta <i>et al.</i> (1999)				Faccio / Lang (2002)		Laeven / Levine (2008)
	20 plus grandes firmes		Cap. > 500 M US-\$		20 plus grandes firmes	échantillons variables	échantillons variables
	1995 20 %	1995 10 %	1995 20 %	1995 10 %	1996-1999 20 %	1996-1999 20 %	1996-1999* 10 %
Autriche	5 %	5 %	0 %	0 %	10 %	11,1 %	2,6 %
Belgique	5 %	0 %	20 %	10 %	20 %	20 %	5,1 %
Etats-Unis	80 %	80 %	90 %	50 %	-	-	-
Grande Bretagne	100 %	90 %	60 %	10 %	90 %	63,1 %	26,7 %
Irlande	65 %	45 %	63 %	50 %	70 %	62,3 %	20,5 %
Italie	20 %	15 %	0 %	0 %	35 %	13 %	1 %
Japon	90 %	50 %	30 %	20 %	-	-	-
Suisse	60 %	50 %	50 %	40 %	50 %	27,6 %	13,7 %
Allemagne	50 %	35 %	10 %	10 %	45 %	10,4 %	5,5 %
France	60 %	30 %	0 %	0 %	60 %	14 %	4 %

Source : données de LA PORTA *et al.* (1999, pp. 492-495), FACCIO / LANG (2002, pp. 379-383) et LAEVEN / LEVINE (2008, pp. 587) ; * = données reprises de FACCIO / LANG (2002)

La divergence entre ce que prétend la théorie et le véritable degré de concentration est, par ailleurs, particulièrement remarquable en Europe continentale. Alors qu'une firme allemande sur deux environ parmi les 20 plus grandes sociétés ne dispose pas d'actionnaire dominant, ce chiffre tombe à 10 % pour un faible seuil de contrôle et lorsqu'on analyse des firmes de taille inférieure. Une tendance similaire peut être également constatée en France.³⁴⁴ Notons, enfin, que même aux États-Unis, une tendance à la baisse du pourcentage des entreprises sans actionnaire dominant semble se produire, la quote-part du capital détenue par les dirigeants étant significativement plus élevée qu'auparavant (HOLDERNESS *et al.*, 1999).

³⁴⁴ Pour des informations plus détaillées, cf. également nos explications dans la partie I, chapitre 3.

1.3 Comment interpréter les structures de propriété récentes ?

La troisième critique s'adresse aux difficultés de la vision disciplinaire à expliquer les structures de capital spécifiques que l'on peut observer de nos jours.³⁴⁵ Peuvent être cités, à ce titre, plusieurs exemples. En France, Renault a, depuis 1999, un partenariat avec son concurrent japonais *Nissan*, l'alliance étant basée, fin 2005, sur une participation de 44,3 % du constructeur français dans le capital de ladite société nipponne, et sur une détention de 15 % des actions de Renault par *Nissan*. En Allemagne, il existe depuis longtemps une alliance réciproque entre le premier assureur *Allianz* et le réassureur bavarois *Münchener Rückversicherung*, la participation ayant été, cependant, ces dernières années, réduite à des niveaux inférieurs à 10 % des capitaux. Enfin, on peut également constater, depuis 2005, l'entrée successive du constructeur stuttgartois *Porsche* dans le capital de *Volkswagen*, aboutissant à une situation où *Porsche* représente, avec une détention de 30,6 % des actions ordinaires du groupe *Volkswagen* à la fin de l'année 2007, l'actionnaire dominant du producteur automobile de Wolfsburg.³⁴⁶

Au vu de ces exemples et en tenant compte de l'évolution économique dans les secteurs considérés, force est de constater que la fonction des actionnaires, telle qu'elle est perçue par l'approche disciplinaire, semble très réductrice, puisqu'elle néglige tout autre motif que celui du support du risque financier pouvant expliquer une concentration de capital entre les mains d'un nombre réduit d'actionnaires. Or, ces structures de propriété peuvent également, au moins en partie, s'expliquer par la poursuite de mobiles tels que la recherche d'un renforcement de la position de marché ou encore les avantages liés à un échange d'idées stratégiques et / ou *managériales* dont les entreprises liées espèrent pouvoir tirer profit.

Concernant ce dernier aspect – souvent dénommé « échange cognitif » –, l'actionnaire apparaît à la fois comme un apporteur de capital et de ressources cognitives. Citons, à ce titre, CHARREAUX (2002a, p. 79) qui souligne que l'idée d'une fonction cognitive des actionnaires « [...] n'a d'ailleurs rien de très original, puisque ce rôle existait à l'origine dans la plupart des entreprises dont le fondateur-entrepreneur exerçait simultanément une fonction financière et une fonction cognitive, au sens où il apportait une vision et des compétences ». En d'autres termes, la vision disciplinaire ne permet pas d'expliquer les structures de propriété sur la base des apports cognitifs des actionnaires – via l'identification de perspectives d'investissement et / ou l'apport de compétences – à la création de valeur, l'analyse étant limitée à des questions d'appropriabilité de la rente créée (*Ibid.*). Nous détaillerons les conséquences de cette omission, notamment pour la perception des liens personnels, dans les sections suivantes.

³⁴⁵ Précisons que cette critique n'est, cependant, pas très récente puisqu'elle a été déjà avancée, depuis le début des années 90, par des auteurs tels que JENSEN (1993) et BRENNAN (1995).

³⁴⁶ Suite à des problèmes financiers causés par des spéculations sur le marché à terme en vue d'acquérir la majorité du capital de *Volkswagen*, Porsche finit toutefois, en 2009, par être intégré dans une holding sous la tutelle de VW.

Section 2 : La vision restrictive du rôle du conseil d'administration

Selon nos explications précédentes, la vision juridico-financière se caractérise par une vision exclusivement disciplinaire de l'efficacité. La création de valeur est conditionnée par l'existence de conflits d'agence issus du démembrement de la propriété en une fonction active *managériale*, assurée par les dirigeants, et une fonction passive se traduisant par l'assomption du risque financier et qui est attribuée aux actionnaires. Ces derniers – puisqu'ils courent seuls des risques non probabilisables – sont considérés comme les créanciers résiduels exclusifs ayant le droit de s'approprier le bénéfice de la firme. Suite à la dispersion du capital entre les mains d'innombrables petits porteurs, les dirigeants seraient enclins à abuser de leur position de pouvoir par un comportement opportuniste visant à maximiser l'extraction de rentes privées. Pour éviter une gestion non conforme aux attentes des actionnaires, divers mécanismes disciplinaires et incitatifs ont été proposés et peaufinés au cours des années passées, l'objectif étant de contraindre le *management* à agir dans les intérêts des apporteurs de fonds propres.

Parmi ces mesures, l'organe de contrôle représenté par le conseil d'administration constitue vraisemblablement l'élément le plus fréquemment abordé par la recherche en gouvernance. Ainsi, une analyse des multiples études empiriques montre que cette instance de contrôle représente un moyen de discipline bien plus souvent examiné que d'autres mécanismes et leviers du gouvernement d'entreprise, qu'ils soient de nature interne (surveillance mutuelle entre dirigeants...) ou externe (marché des prises de contrôle, marché des biens et des services, marchés du travail externes des dirigeants et des administrateurs...). Cependant, les études empiriques portant sur le conseil d'administration connaissent un certain nombre de limites. En raison de l'orientation purement disciplinaire de l'approche juridico-financière, une grande partie des travaux, notamment ceux d'origine anglo-saxonne, analyse l'efficacité de l'organe de contrôle à partir du seul degré d'indépendance des administrateurs, l'hypothèse sous-jacente étant qu'un contrôleur n'entretenant pas de relations financières et / ou commerciales avec l'entreprise serait mieux à même de surveiller l'équipe dirigeante et, en conséquence, de réduire les coûts d'agence. Or, l'efficacité de l'organe de contrôle ne peut, à l'évidence, s'apprécier à partir d'un seul critère disciplinaire, sans prendre en compte le rôle d'autres apports de nature cognitive, déterminant également le niveau et la qualité de son travail.

Dans les deux sous-sections subséquentes, nous évoquerons, d'abord, le problème lié à l'analyse de l'efficacité de l'organe de contrôle à travers le seul critère disciplinaire et formel (sous-section 2.1), pour aborder ensuite les conséquences de la non-prise en compte des différents apports cognitifs des administrateurs (sous-section 2.2).

2.1 Un critère privilégié : l'indépendance formelle

Le point faible des nombreuses études empiriques abordant l'efficacité de contrôle du conseil d'administration consiste en le fait qu'elles se concentrent, le plus souvent, sur des mesures de l'intensité disciplinaire dont la signification peut prêter à discussion.³⁴⁷ Ainsi, la recherche portant sur le conseil d'administration s'est d'abord concentrée sur la répartition des administrateurs en internes et externes, l'hypothèse sous-jacente étant qu'une proportion importante de contrôleurs internes conduirait à une baisse du niveau de contrôle, ce qui se traduirait par une diminution de la performance. Au fil du temps, la recherche fut modifiée au profit d'une distinction entre administrateurs externes dépendants et indépendants, celle-ci étant généralement basée sur des critères formels proposés par les différents codes de gouvernance nationaux.³⁴⁸ Malgré ces précisions, les résultats restent, cependant, – vraisemblablement en raison de la multitude des définitions d'indépendance mobilisées et de l'impact des caractéristiques spécifiques des systèmes de gouvernance en question – peu concluants.³⁴⁹

S'y ajoute que la concentration sur la confirmation ou non d'une indépendance formelle des administrateurs, telle qu'elle est définie par les codes de bonne conduite respectifs, a vraisemblablement engendré un biais d'analyse dans la mesure où une application des définitions formelles – souvent peu exhaustives – peut conduire à exclure tout facteur susceptible d'avoir un impact, mais non pris en compte par cette définition. Autrement dit, la négligence de facteurs sociaux influençant également la nature de la relation qu'un administrateur entretient avec l'entreprise en question, risque d'aboutir à une mauvaise classification des contrôleurs, ce qui peut expliquer les divergences constatées au niveau des résultats empiriques.

Précisons que ce problème peut, dans des cas extrêmes, conduire à des situations paradoxales. Ainsi, les actionnaires d'une entreprise souhaitant affecter les sièges du comité des rémunérations à des personnalités indépendantes pour éviter toute « dérive salariale » des *managers*, peuvent, si ils suivent les critères d'indépendance formelle, nommer des administrateurs formellement indépendants, mais entretenant des relations avec la direction qui ne sont pas considérées dans la définition officielle. Dans un tel cas, la composition finale du comité peut alors sensiblement diverger de la motivation initiale des propriétaires.

³⁴⁷ Une exception est constituée par l'étude de NICHOLSON / KIEL (2004). Pour franchir lesdites limites, ces deux auteurs proposent d'expliquer l'efficacité du conseil d'administration par l'introduction d'un modèle multidimensionnel basé sur la notion de « capital intellectuel » de l'organe de contrôle.

³⁴⁸ Concernant l'effet de la répartition des administrateurs en internes et externes, cf. notamment les travaux célèbres de BAYSINGER / BUTLER (1985), HERMALIN / WEISBACH (1988, 1991), WEISBACH (1988), SINGH / HARIANTO (1989), ROSENSTEIN / WYATT (1990), CHARREAUX (1991) et SHIVDASANI (1993). Pour les études portant sur l'effet des administrateurs externes indépendants, cf. plus particulièrement BYRD / HICKMAN (1992), BARNHART / ROSENSTEIN (1998), HERMALIN / WEISBACH (1998) et BAGHAT / BLACK (1999, 2000).

³⁴⁹ Ainsi, DAILY *et al.* (1999) comptent plus de 20 opérationnalisations différentes pour analyser la composition du conseil d'administration et, dans son sillage, des définitions d'indépendance également très nombreuses.

2.2 La négligence des apports cognitifs potentiels

Comme précédemment évoqué, l'attention privilégiée portée à l'indépendance formelle a pour inconvénient d'ignorer les contributions cognitives des administrateurs, l'intérêt étant prioritairement porté à l'existence ou non de relations avec le *management*, susceptibles de conduire à une surveillance efficace des dirigeants par leurs contrôleurs. Cette limite peut provoquer deux conséquences, la seconde étant encore plus importante que la première :

- elle ignore implicitement toute possibilité d'une influence des contributions cognitives des administrateurs – de quelque nature qu'elles soient – sur la qualité de travail de l'organe de contrôle ;
- elle peut déboucher sur des décisions de gestion se traduisant par une création de valeur plus faible que celle qui s'appuierait sur l'intégralité des apports des administrateurs et donc, *in fine*, systématiquement atténuer la performance.

De plus, l'analyse de la composition des organes de contrôle de nos jours fait douter de la pertinence de l'approche juridico-financière. Ainsi, on a du mal à croire que la présence de représentants issus du monde académique dans les conseils d'entreprises des secteurs chimique, pharmaceutique, technologique ou de santé s'explique exclusivement par leur apparente indépendance face aux membres des directions de ces sociétés.³⁵⁰ Un constat similaire peut être fait pour les grands groupes financiers. En effet, ces derniers semblent avoir souvent tendance à nommer, dans leur organe de contrôle, des administrateurs se caractérisant à la fois par une indépendance formelle telle qu'elle est définie par les divers codes en question, mais qui disposent également d'une grande expérience *managériale* car il s'agit, dans de nombreux cas, de dirigeants et / ou de contrôleurs réputés d'autres entreprises de taille importante.³⁵¹ Dans ce dernier cas, le paradoxe réside dans le fait que l'application des critères d'indépendance formelle conduit à considérer comme indépendants, des contrôleurs entretenant des relations avec les dirigeants en question – par exemple, l'exercice de mandats dans les mêmes firmes –, mais dont les relations échappent à la définition commune de l'indépendance, celle-ci étant basée sur des aspects hiérarchiques et financiers. La conséquence en est un biais important, tant au niveau de l'effet économique d'une apparente indépendance qu'au niveau de la détection des facteurs influant sur l'efficacité du travail du conseil d'administration.

³⁵⁰ Dans notre étude empirique, ceci concerne notamment les sociétés Air Liquide, *Altana*, *BASF*, *Bayer*, Essilor International, France Télécom, *Infineon*, Saint Gobain, *SAP* et *Schering* qui ont également nommé, comme administrateurs, des personnalités exerçant parallèlement la fonction de professeur des universités.

³⁵¹ Ceci est notamment le cas pour les sociétés *Allianz*, *AXA*, *Bayerische Hypo- und Vereinsbank*, *BNP Paribas*, *Commerzbank*, *Deutsche Bank*, *Münchener Rückversicherung* et Société Générale qui accueillent, au sein de leur organe de contrôle, beaucoup de premiers dirigeants et / ou d'anciens « contrôleurs en chef ».

Section 3 : L'ignorance du potentiel cognitif des liens personnels

L'attention prioritaire portée au niveau d'indépendance du conseil d'administration suscite inévitablement un autre inconvénient : celui de l'ignorance du potentiel cognitif des liens qui sont formés par le partage d'administrateurs entre plusieurs entreprises. De fait, cette forme relationnelle, qui repose sur la rencontre d'administrateurs multimandats – qu'elle soit consciemment organisée ou le produit d'un hasard –, se voit confrontée à de vives critiques dans les travaux retenant un cadre d'analyse juridico-financier.³⁵² À ce titre, il convient de noter que ladite approche propose tout de même, à l'occasion, tant des appréciations positives que négatives au sujet des liens personnels. Ainsi, le cumul de mandats peut être considéré comme le résultat d'un marché du travail externe efficient des administrateurs qui alloue les sièges aux administrateurs les mieux à même d'accomplir leurs fonctions (FAMA, 1980). De plus, l'exercice de plusieurs mandats par des administrateurs âgés peut constituer une source importante en termes de compétences de contrôle. Cependant, la plupart des travaux retiennent des hypothèses négatives : le cumul de mandats est ainsi censé conduire soit à un manque de temps pour les administrateurs, soit à une collusion entre les « cumulards », l'effet final étant, dans les deux cas, une dégradation du contrôle et, *in fine*, de la performance.

Néanmoins, l'inventaire des analyses empiriques ne permet pas de tirer des conclusions définitives quant aux conséquences des liens personnels. En effet, tandis que les travaux américains semblent – sauf exception – plutôt confirmer l'image négative des relations interconseils, ceci n'est pas le cas pour les économies française et allemande où l'impact du cumul de mandats ne semble pas clair. La diversité des résultats y est à la fois impérieuse et surprenante. Impérieuse, puisque le nombre limité des analyses empêche de tirer des conclusions fiables ; surprenante, car le phénomène de liens représente, surtout en sociologie, depuis longtemps un thème de recherche important. Indépendamment de leur origine géographique, le point faible des travaux retenus consiste, cependant, en leur orientation conceptuelle qui limite l'analyse du rôle des administrateurs – et, en conséquence, des liens interconseils – au seul niveau disciplinaire, sans aborder les contributions cognitives et leurs effets sur la création de valeur.³⁵³

La sous-section suivante aura pour objectif de mettre en lumière les conséquences de cette démarche « unilatérale ». Pour y parvenir, nous évoquerons, dans un premier temps, les faiblesses des travaux recensés (sous-section 3.1), pour analyser ensuite leurs conséquences organisationnelles compte tenu du traitement des liens interconseils (sous-section 3.2).

³⁵² À ce sujet, cf. notamment nos explications détaillées dans la partie II, chapitre 2, sections 1.3 et 2.

³⁵³ Or, comme le souligne WIRTZ (2006, p. 190) : « La recherche en stratégie nous enseigne, cependant, que la capacité d'une entreprise à créer durablement de la valeur n'est pas réductible à une question de discipline de dirigeants [Rem. de l'auteur : et /ou d'administrateurs] potentiellement opportunistes. Au contraire, les capacités organisationnelles, connaissances et compétences spécifiques du dirigeant et de ses équipes apparaissent, comme autant de vecteurs potentiels d'un avantage compétitif durable et, donc, de la création de valeur ».

3.1 Une appréhension insuffisante des apports potentiels des liens personnels

La diversité des résultats des études empiriques testant l'impact des liens interconseils sur la performance de l'entreprise s'explique, à notre avis, par les trois facteurs suivants :

- la grande variabilité des échantillons et des mesures de performance utilisées ;
- la faible considération, sinon l'ignorance de toute complémentarité et / ou substituabilité au niveau des mécanismes disciplinaires respectivement mobilisés ;
- la négligence du potentiel des liens interconseils en termes cognitifs.

L'inventaire réalisé des études empiriques a relevé une grande variabilité des échantillons pour un même pays, cette variabilité s'appliquant tant au nombre d'entreprises analysées qu'à la période d'observation. Ainsi, pour les 14 analyses américaines, les échantillons respectifs varient tout de même de 82 firmes chez BROWN / MALONEY (1999) à 3.190 dans l'étude de FERRIS *et al.* (2003), tous les travaux recensés recouvrant une période de 25 ans (de 1976 à 2001). Si les échantillons des trois études françaises sont moins variables, ils s'étalent de même sur une période relativement longue allant de 1980 à 2001. Quant aux deux études allemandes, elles se distinguent, elles aussi, nettement en raison de la taille des échantillons (48 firmes chez WENGER / KASERER (1998) et 492 dans l'analyse de PFANNSCHMIDT (1995)). Enfin, en ce qui concerne les autres pays, nous n'avons souvent pu recenser qu'une seule étude, ce qui empêche leur comparaison avec des chiffres de référence.

Outre la variabilité des échantillons, on constate une mobilisation de mesures de création de valeur de nature très différente. Tandis que les unes tentent de mesurer directement la performance en termes de valeur comptable ou de valeur de marché – que ce soit dans une optique *ex post* (rentabilité des capitaux propres, *EBITDA*, rentabilité totale pour l'actionnaire, taux de rentabilité anormaux,...) ou *ex ante* (ratio de *Marris*...) –, d'autres préfèrent tester les effets de façon indirecte sur la performance, à travers certains déterminants supposés (taux de départ du *CEO*, rémunération du *CEO* et / ou des administrateurs, probabilité d'OPA hostiles et de manipulations comptables...).³⁵⁴ Par ailleurs, certains auteurs utilisent des mesures financières ne représentant pas la performance actionnariale au sens propre. Par exemple, LODERER / PEYER (2002) retiennent comme variable expliquée le *return on assets (ROA)*. Or, ce ratio ne constitue, à notre avis, pas une mesure exacte de la création de la valeur actionnariale puisque le total des capitaux est à la fois composé de capitaux propres et de dettes financières. De surcroît, pour intégrer la notion de risque, une mesure exacte de la création de valeur actionnariale devrait nécessairement prendre en considération le coût des capitaux propres.

³⁵⁴ Pour les études respectives, cf. les tableaux 19 à 22 dans la partie II, chapitre 2, section 2.

Le second aspect vraisemblablement explicatif de la diversité de résultat des études analysant l'impact des liens interconseils sur la création de valeur tient à la conception même des cadres théoriques sous-jacents de ces travaux. En effet, selon l'objectif de recherche, ceux-ci semblent souvent omettre de vérifier l'influence d'autres facteurs de gouvernance. Or, comme le soulignent CHARREAUX (1991, 2000) et AGRAWAL / KNOEBER (1996), les divers mécanismes de contrôle se caractérisent généralement soit par une complémentarité, soit par une substituabilité. Autrement dit, la gouvernance se fait par différentes voies – conditionnées par les caractéristiques de la firme même et celles de son environnement – attribuant à cette première un caractère systémique. Par conséquent, l'étude des effets d'un mécanisme de gouvernance demande nécessairement l'intégration, comme variables de contrôle, d'autres mécanismes pouvant aussi influencer sur la variable analysée. Enfin, dans la mesure où bon nombre de travaux admettent l'existence des relations de nature non linéaire entre ces mécanismes, une analyse par des méthodes économétriques traditionnelles semble, par ailleurs, difficile.

La pertinence de l'argument d'un caractère systémique du gouvernement d'entreprises a été montrée par CHARREAUX (1991) sur l'exemple du conseil d'administration. Si ce dernier semble constituer un mécanisme de contrôle important au sein des sociétés à forte dispersion du capital, ceci semble moins le cas dans les firmes se caractérisant par une concentration du capital entre les mains d'une famille ou d'un faible nombre de propriétaires individuels. Dans ce cas, le contrôle semble s'effectuer davantage par d'autres mécanismes tels que l'intervention directe de l'actionnaire dominant dans la nomination tant des dirigeants que des administrateurs.

Compte tenu de ce résultat, l'analyse de l'impact des liens interconseils sur l'efficacité de l'organe de contrôle demanderait, elle aussi, la prise en considération d'autres mécanismes de gouvernance conditionnant la création de valeur. Ainsi, le partage d'administrateurs communs entre deux sociétés entretenant parallèlement des participations de capital croisées n'aura pas forcément le même effet sur la performance que la présence d'administrateurs « cumulards » sans existence parallèle de liens financiers. Aussi, l'âge des administrateurs multimanats peut influencer les efforts réalisés au sein du conseil pour surveiller l'équipe dirigeante. De fait, un « cumulard » proche de la retraite craindrait vraisemblablement moins les conséquences potentielles négatives du marché du travail externe des administrateurs en cas d'une mauvaise performance des firmes où il exerce ses fonctions – c'est-à-dire l'attribution de moins de mandats dans l'avenir en raison d'une dégradation de sa réputation – qu'un mandataire se trouvant au milieu de sa carrière professionnelle. Ces deux exemples montrent que la prise en considération explicite d'autres facteurs d'influence comme variables de contrôle s'impose nécessairement pour éviter d'aboutir à des résultats empiriques biaisés.

Finalement, et ceci nous paraît le point le plus important, une partie de la diversité des résultats concernant les effets des liens interconseils pour la performance actionnariale, semble vraisemblablement due à l'ignorance de toute contribution non disciplinaire des administrateurs multimandats à la création de valeur. De fait, la grille mobilisée étant l'approche juridico-financière – pour qui la source de la création de valeur est exclusivement disciplinaire –, le rôle des administrateurs – et, par conséquent, aussi celui des « cumulards » – se limite au seul contrôle de l'équipe dirigeante pour réduire au mieux les coûts d'agence. Tout apport allant au-delà de cette « frontière » n'est, en revanche, pas considéré par les dites analyses.

Néanmoins, bon nombre de travaux, menés en sociologie et en stratégie, montrent que l'apport cognitif de groupes tels que le conseil d'administration constitue un élément non négligeable. Dépassant la fonction du simple contrôle *managérial*, les conseils peuvent ainsi « [...] être caractérisés comme de larges groupes élitistes se réunissant régulièrement pour effectuer des travaux complexes visant à contribuer à l'élaboration de la stratégie de la firme (FORBES / MILLIKEN, 1999, p. 492).³⁵⁵ Le rôle des administrateurs consiste, ici, à soutenir le *management* dans la prise de décisions stratégiques face à un environnement complexe et incertain (HARRISON, 1987 ; RINDOVA, 1999). Ici, c'est donc la nature même du processus de prise de décision qui conditionne les apports cognitifs du conseil, c'est-à-dire l'*output* sur lequel la direction peut appuyer ses décisions. En revanche, les caractéristiques formelles du conseil d'administration (taille, fréquence des réunions, composition en mandataires internes et externes...) – jugées décisives par la vision juridico-financière – ne sont considérées que comme des facteurs déterminant l'efficacité du dit processus (STEINER, 1972).

L'efficacité de l'organe de contrôle dépend alors des processus psychosociologiques, permettant, plus particulièrement, de définir les tâches lui incombant, d'organiser l'interaction et l'échange d'informations, et d'assurer une discussion critique (BUTLER, 1981 ; MILLIKEN / VOLLRATH, 1991 ; JACKSON, 1992). Autrement dit, la performance du conseil paraît être principalement fonction de sa capacité à « exploiter » au mieux les potentiels cognitifs des administrateurs et à les mobiliser en vue de construire la stratégie de l'entreprise. Notons qu'une telle vision se distingue nettement de l'approche financière traditionnelle de la gouvernance puisque le rôle de l'administrateur évolue d'une fonction passive consistant à approuver les propositions du *management*, en une tâche active avec pour objectif de concevoir des opportunités stratégiques pour l'entreprise et de soutenir l'équipe dirigeante lors des prises de décision (CHARREAUX, 2002a ; HENDRY / KIEL, 2004).

³⁵⁵ Notre traduction. Cf. FORBES / MILLIKEN (1999, p. 492) : « [...] boards of directors can be characterized as large, elite, and episodic decision-making groups that face complex tasks pertaining to strategic-issue processing ».

Au regard des arguments précédemment esquissés, force est de constater que l'enjeu des contributions par les administrateurs occupant plusieurs mandats de contrôle et / ou de direction, peut s'avérer – même s'il ne l'est pas forcément – encore plus important. En effet, un « cumular » possédant *per definitionem* au moins un autre mandat social, la présence de ce type de mandataire offre à la firme qui les accueille dans son conseil un niveau d'expertise non négligeable pour traiter des questions stratégiques (RINDOVA, 1999).³⁵⁶ Outre ce point, la présence de « cumulards » peut comporter les avantages suivants (*Ibid.*, pp. 957-967) :³⁵⁷

- des possibilités plus nombreuses de « scanner » l'environnement ;
- l'enrichissement du processus de décision par des informations plus fondées ;
- une interprétation plus bénéfique de ces informations, grâce aux expériences des administrateurs ;
- une plus grande variété au niveau des schémas mentaux et, en conséquence, au niveau de l'analyse des questions stratégiques, qui peut aller de pair avec une culture de discussion consensuelle ;
- une réduction des biais internes s'ils relèvent d'un niveau initial d'information et de connaissance insuffisant ;
- une plus grande diversité sociale pouvant conduire à une meilleure considération des intérêts des parties prenantes.

La littérature empirico-stratégique portant sur les déterminants du processus de travail du conseil d'administration – et, *in fine*, sur son efficacité – soutient l'argument d'une influence centrale des facteurs cognitifs. Ainsi, HERMALIN / WEISBACH (1988) trouvent une légère relation positive entre le nombre de secteurs économiques couverts par la firme et la quote-part de mandataires externes, indiquant que des aspects stratégiques – dans le cas des deux auteurs, le degré de diversification – semblent être retenus lors des décisions de composition du conseil d'administration. Cet aspect est aussi confirmé par PEARCE / ZAHRA (1992) qui montrent que la composition de l'organe de contrôle dépend, outre la performance enregistrée par le passé, également du niveau d'incertitude économique et de la stratégie adoptée par l'entreprise. BAYSINGER / HOSKISSON (1990) arguent que la présence au conseil de mandataires externes exerçant plusieurs fonctions de contrôle, peut conduire à une meilleure surveillance des déci-

³⁵⁶ Dans son article, RINDOVA (1999, p. 962) renvoie à l'étude de HEIDRICK / STRUGGLES (1990) selon laquelle 94 % des firmes observées accueilleraient des administrateurs exerçant simultanément des fonctions exécutives externes. Ces chiffres sont confirmés par le 32^e rapport annuel KORN / FERRY (2006) qui trouve, pour la période 1995-2005, un pourcentage relativement stable (entre 80 % et 83 % sur un total de 904 sociétés américaines) de firmes ayant au moins un administrateur à fonction exécutive.

³⁵⁷ Ces aspects relèvent de nombreux travaux antérieurs portant sur l'efficacité du travail en groupe que nous présenterons, de façon plus détaillée, dans le chapitre suivant.

sions stratégiques puisque l'expérience professionnelle acquise les rapprocherait, en termes de compétences de « contrôle stratégique », des administrateurs internes. HAUNSCHILD (1993) trouve que les administrateurs siégeant dans des sociétés se caractérisant par une forte activité d'acquisition, tendent à appliquer les mêmes stratégies dans les firmes liées à cette entreprise. Ceci montre que l'expérience des administrateurs « cumulards » – représentée par les schémas mentaux appris lors de leurs multiples activités – peut servir les sociétés qui les accueillent à élaborer leur propre stratégie.

L'image positive des liens personnels interconseils grâce à leurs apports cognitifs est aussi confirmée par GELETKANYCZ / HAMBRICK (1997) et CARPENTER / WESTPHAL (2001). Tandis que les premiers trouvent un impact significatif des liens sur la stratégie de la firme, les derniers constatent que la quote-part d'administrateurs externes semble fonction de l'environnement. Dans leur étude, les firmes opérant dans un environnement mouvementé se caractérisent par des mandataires ayant des dispositifs stratégiques hétérogènes, tandis que ceux des « contrôleurs » de sociétés implantées dans des environnements stables ont tendance à se ressembler. Enfin, les travaux de WESTPHAL (1999) renvoient à l'importance des liens socio-culturels pour la qualité du travail du conseil d'administration. Cet auteur constate que l'existence de relations amicales entre le *CEO* et les administrateurs externes de firmes américaines peut conduire à une amélioration de la performance. En effet, grâce à la confiance existant entre le premier dirigeant et les mandataires externes, ces derniers semblent s'impliquer davantage dans le conseil au *management* en termes stratégiques. En revanche, GOODSTEIN *et al.* (1994) montrent que la diversité des représentants au sein de l'organe de contrôle peut conduire à des conflits internes quant aux décisions stratégiques à prendre, notamment quand l'entreprise se trouve confrontée à un environnement très turbulent.

Au regard des descriptions précédentes, force est de constater qu'une analyse du conseil d'administration – et *via* celui-ci, du rôle des liens interconseils – limitée aux seules variables disciplinaires, semble conduire à la négligence, sinon à l'omission, de déterminants décisifs pour le travail et l'efficacité de ce mécanisme de gouvernance. En revanche, une prise en compte des éléments stratégiques et sociaux peut aboutir, comme nous l'avons vu, à des résultats positifs, et faire ainsi apparaître les liens personnels sous un nouveau jour.

Pour le montrer, nous présenterons, dans le chapitre suivant, un modèle d'analyse synthétique de l'impact des relations interconseils sur la performance, qui regroupe à la fois des variables d'influence disciplinaires et cognitives. Auparavant, pour finir ce chapitre, nous insisterons encore sur les conséquences d'une négligence des apports cognitifs associés aux liens interconseils pour le dispositif de gouvernance existant (sous-section 3.2).

3.2 Les conséquences d'une négligence du rôle cognitif des liens interconseils

Avant de proposer un modèle s'appuyant sur la théorie synthétique de la gouvernance pour expliquer l'effet des liens interconseils, un autre aspect mérite, à notre avis, d'être étudié : les conséquences de la négligence des apports cognitifs pour comprendre le dispositif de gouvernance existant. En effet, la considération unilatérale de la fonction de contrôle du conseil d'administration par une majorité des travaux se retrouve également dans les multiples codes de bonne conduite qui ont été proposés durant les décennies passées. Cette focalisation sur les seuls aspects disciplinaires se traduit, ici, concrètement par deux points :

- une importance démesurée, attribuée à l'indépendance formelle des administrateurs et, par conséquent, une place prépondérante de ce critère dans les diverses recommandations concernant la composition de l'organe de contrôle³⁵⁸ ;
- selon le pays, une réglementation relativement stricte du cumul de mandats, s'accompagnant parfois même de très fortes critiques dans les publications officielles de gouvernance ainsi que dans la presse économique.³⁵⁹

Néanmoins, la mobilisation d'études ayant une vision exclusivement disciplinaire pour la mise en place des codes de gouvernance peut s'avérer, comme le montre l'exemple des liens interconseils, très délicate. En effet, si les études américaines parviennent, à la rigueur, à justifier une limitation de ces liens, il n'en est pas de même pour l'Europe continentale où l'on ne dispose que de peu de travaux. Or, paradoxalement, c'est justement le législateur français qui se montre comparativement l'un des plus stricts face au cumul de mandats.

De surcroît, l'ignorance de tout caractère « social » des relations interconseils présente le risque d'aboutir à des réglementations de l'organe de contrôle sous-optimales au sens de la création de valeur. En effet, divers travaux menés en sociologie et en stratégie indiquent que les facteurs sociaux semblent tout aussi importants que les variables disciplinaires « traditionnelles » pour conditionner l'efficacité du conseil d'administration (FINKELSTEIN / HAMBRICK, 1996, pp. 209-262 ; FORBES / MILLIKEN, 1999). Parmi les éléments abordés dans les dites études, la « cohésion sociale » semble jouer un rôle-clé. Ce terme comprend les dimensions affectives du travail au sein du conseil, autrement dit « l'ambiance de coopération », et reflète l'intégration des mandataires.³⁶⁰ Les réflexions relatives à cet aspect relèvent de travaux analysant l'interaction au sein de groupes restreints. Ces études montrent que la coopération au

³⁵⁸ En effet, si les rapports *Cadbury* (1992) et Viénot I (1995) traitent de l'indépendance en une seule page, le rapport Bouton (2003) y consacre déjà plus de deux pages. Par ailleurs, l'effet des administrateurs indépendants semble constituer l'un des sujets les plus abordés par la recherche empirique en gouvernance. Cf. ici, plus particulièrement, les nombreuses études citées dans la partie II, chapitre 2, section 1.2.

³⁵⁹ À ce titre, cf. notamment nos explications dans la partie I, chapitre 2, sections 1.2, 1.3, 2.2 et 2.3.

³⁶⁰ Cf. FORBES / MILLIKEN (1999, p. 493) : « *Board cohesiveness refers to the degree to which board members are attracted to each other and are motivated to stay on the board. [...] It captures the affective dimension of member's inclusion on the board and reflects the ability of the board to continue working together* ».

sein d'une équipe peut augmenter les niveaux de satisfaction et d'identification de ses membres (KATZ / KAHN, 1966 ; SUMMERS *et al.*, 1988 ; ZACCARO / DOBBINS, 1989). Par ailleurs, un bon niveau d'intégration sociale, conditionné par des variables telles que le nombre d'années d'appartenance communes à l'équipe ou les relations entretenues hors du travail, est censé se traduire par une diminution du taux de départ individuel des membres, augmentant ainsi la probabilité de créer des connaissances spécifiques bénéfiques pour l'entreprise (PFEFFER / MOORE, 1980 ; O'REILLY *et al.*, 1989).³⁶¹ En d'autres termes, une plus grande similitude démographique des membres d'une équipe semble aller de pair avec une meilleure intégration sociale de ces derniers. Dans la mesure où l'on peut également considérer le conseil d'administration comme un groupe restreint, une analyse des interactions en son sein à travers des variables socio-psychologiques nous semble prometteuse pour élargir nos connaissances sur l'impact des liens personnels sur la performance.

Notons que la cohésion sociale des mandataires peut, dans certaines situations, améliorer l'efficacité du conseil (FORBES / MILLIKEN, 1999, p. 493-497). Ainsi, l'existence de normes professionnelles exigeantes semble inciter les administrateurs à renforcer leurs efforts. Aussi, le niveau de cohésion semble déterminer le « degré d'exploitation » des connaissances et compétences des mandataires. Enfin, dans les conseils se caractérisant par un niveau de cohésion important, l'efficacité peut même être renforcée par l'existence de conflits cognitifs qui – contrairement à des situations de faible cohésion – peuvent aussi être sources de création de valeur. Les aspects présentés s'appliquant initialement au potentiel de création de valeur de tout membre d'un conseil d'administration, nous pensons qu'il est judicieux d'admettre également leur justification au niveau des administrateurs qui lient plusieurs entreprises. En effet, l'étude de GULATI / WESTPHAL (1999) montre que la nature des relations sociales entre dirigeants et « cumulards » semblent renforcer la confiance et améliorer l'*output* cognitif. Un tel raisonnement constituerait en effet le point de départ d'une analyse visant à vérifier si les apports cognitifs des administrateurs multimandats s'avèrent importants et s'ils permettent, le cas échéant, de neutraliser les effets supposés négatifs de ce type d'administrateur sur la discipline.

Au vu des explications précédentes, une focalisation exclusive sur les aspects disciplinaires telle qu'elle est préconisée par divers codes de gouvernance peut être lourde de conséquences, pouvant conduire les firmes à mener une politique de recrutement de mandataires, certes conforme aux recommandations, mais limitant l'efficacité du conseil d'administration. Autrement dit, il peut en résulter une situation perverse où les entreprises, dans leur volonté d'appliquer les codes, renoncent parallèlement à une meilleure création de valeur. Ajoutons, cependant, que la définition variable et plus ou moins précise de l'indépendance laisse toujours une marge pour construire des liens interconseils.

³⁶¹ Pour une synthèse des travaux abordant l'efficacité du travail en groupe, cf. COHEN / BAILEY (1997).

Conclusion du chapitre 1

L'objectif de ce premier chapitre était de présenter les difficultés qu'éprouve la perspective juridico-financière à éclairer l'effet des liens personnels sur la création de valeur. Cette présentation nous a semblé nécessaire pour justifier la construction d'un modèle basé sur la théorie synthétique de la gouvernance, que nous présenterons dans le chapitre suivant.

Afin de parvenir à cet objectif, nous avons d'abord résumé les limites de la vision disciplinaire. Celle-ci considère l'actionnaire comme seul créancier résiduel et lui accorde le statut exclusif de s'approprier le bénéfice. Pour faire prévaloir ce droit exclusif, la théorie propose de mettre en place un dispositif disciplinaire et incitatif visant à orienter les décisions des dirigeants sur les intérêts des actionnaires. Or, la priorité accordée à cet acteur paraît contestable car son rôle dans le financement – sauf pour la mise à disposition de fonds initiale – semble minime. De surcroît, la focalisation sur la dispersion du capital comme seul critère d'analyse rend la théorie inappropriée pour expliquer la diversité des structures de propriété que l'on retrouve en Europe continentale. Enfin, le modèle semble incapable d'expliquer les relations financières de longue durée qui ne peuvent se justifier sous un seul angle disciplinaire.

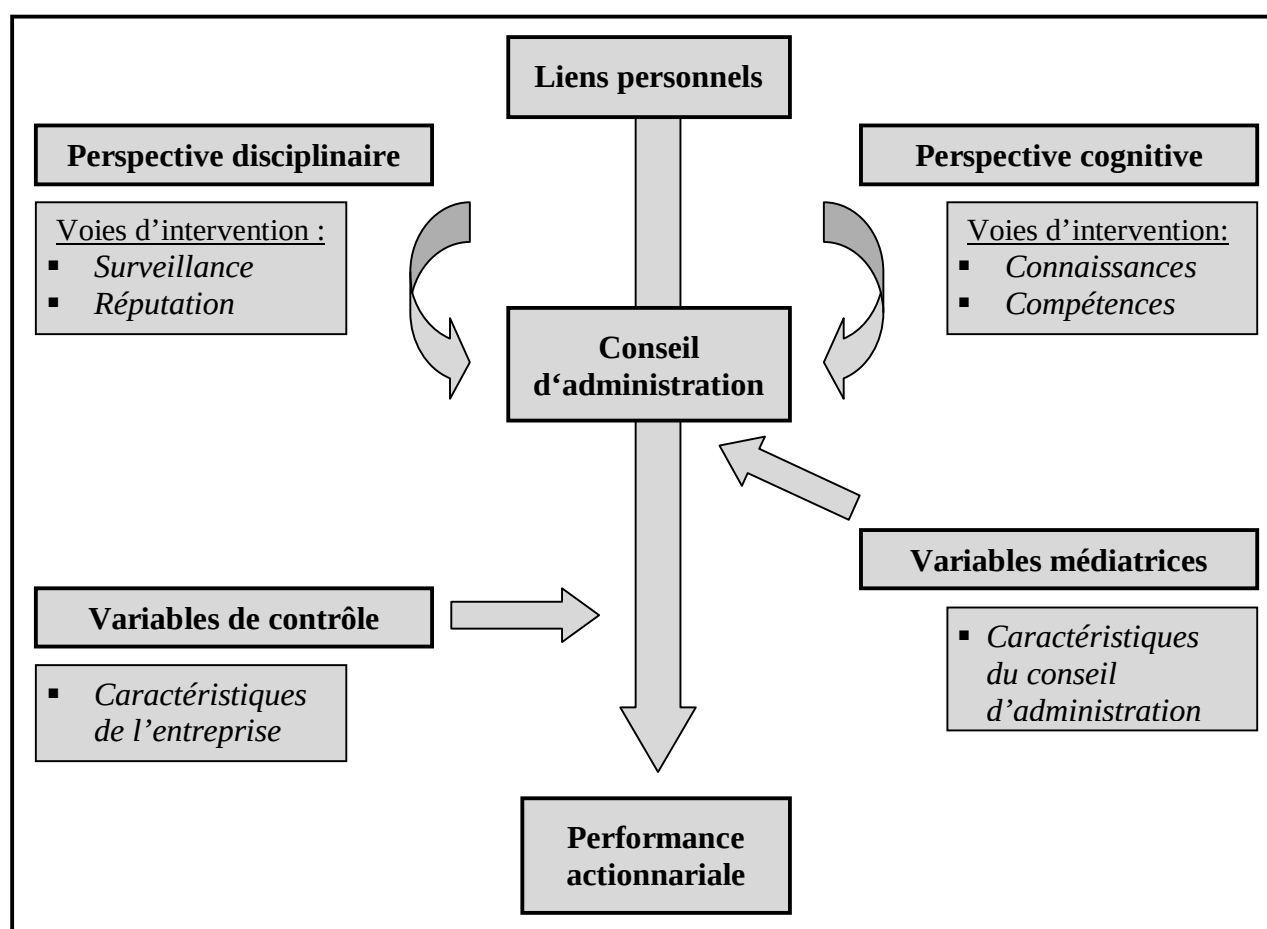
Les conséquences immédiates pour l'interprétation du rôle du conseil d'administration semblent également lourdes. L'indépendance formelle du mandataire étant supposée primordiale, toute relation échappant à cette définition ne se voit pas prise en compte. Or, l'ignorance de ces liens et de leur potentiel cognitif peut conduire à des décisions de nomination sous-optimales et, *in fine*, à une moins bonne performance. L'ignorance par la perspective juridico-financière du potentiel cognitif du conseil d'administration conduit finalement, selon nous, à une appréhension insuffisante des liens interconseils mêmes et de leur impact sur la création de valeur. La diversité des résultats que l'on peut y observer semble s'expliquer essentiellement par des mesures de performance retenues très hétérogènes accompagnées par une grande variabilité d'échantillon, la négligence d'effets de complémentarité et de substituabilité entre les différents mécanismes de contrôle ainsi que la négligence des facteurs sociaux et stratégiques, attachés à ces liens. Or, ces derniers semblent fondamentaux pour expliquer le potentiel cognitif des administrateurs multimandats qui peuvent, grâce à leurs expériences, contribuer à un meilleur conseil de la direction en termes stratégiques – fonction souvent délaissée dans la vision disciplinaire – et, par là-même, améliorer la performance. De surcroît, certains aspects sociaux tels que les codes éthiques ou les recommandations de bonne gestion de la part des associations de patronat peuvent être interprétés comme des leviers permettant même de renforcer le niveau de discipline. En revanche, une orientation purement disciplinaire des recommandations risque de négliger ce potentiel au détriment de la création de valeur.

Chapitre 2 : Les liens personnels dans une perspective synthétique de la gouvernance : proposition d'un modèle de recherche

L'objectif de ce chapitre est de proposer un outil permettant de mieux expliquer l'impact sur la performance des liens personnels dans les économies de part et d'autre du Rhin. À cette fin, nous construirons, sur la base de l'approche synthétique de la gouvernance, un modèle à deux piliers (figure 19). Le premier repose sur la perspective juridico-financière et vise à vérifier l'influence supposée des liens interconseils *via* deux leviers : la surveillance et la réputation. Reposant sur des travaux cognitifs, le deuxième représente les voies « informations » et « compétences ». Soulignons que cette structure bi-céphale nous permettra d'appréhender l'effet sur la performance des liens interconseils dans les perspectives disciplinaire et cognitive.

Notre modèle sera complété par l'inclusion de deux groupes d'éléments : les variables médiatrices et de contrôle. Les variables médiatrices cherchent à modéliser, en tant que variables de processus, de quelle manière nos diverses variables explicatives influencent la performance. Pour ce qui est des variables de contrôle, elles visent à vérifier les sources d'influence de la création de valeur autres que celles considérées dans notre modèle théorique.

Figure 19 : Modèle de recherche global proposé



Source : notre modèle de recherche

La conception du type « 2 + 2 » du modèle, à savoir deux perspectives théoriques + deux groupes de variables (médiatrices et de contrôle), présente, à notre avis, plusieurs atouts :

- une probabilité plus élevée d’aboutir – compte tenu de la complexité des liens interconseils et de la combinaison de variables potentiellement explicatives de nature très différente – à un niveau d’explication plus satisfaisant de l’influence de ladite forme relationnelle sur la création de valeur de l’entreprise ;
- la possibilité de tester séparément des modèles « monopiliers » pour mesurer le potentiel d’influence de chacune des deux perspectives théoriques en question, mais également pour comparer leurs résultats respectifs à ceux présentés dans les travaux empiriques existants ;
- un argument – si on détecte une influence des aspects cognitifs et si on obtient un gain de pouvoir explicatif significatif pour les liens personnels – justifiant l’élargissement des études inscrites dans la « gouvernance disciplinaire traditionnelle » à des éléments de nature non disciplinaire.

Dans les sections suivantes, nous mettrons en lumière, pour chacun des quatre éléments constitutifs de notre modèle de recherche, le rôle qu’ils sont supposés jouer au niveau de la détermination de l’efficacité de l’organe de contrôle et, à travers ce mécanisme, dans la création de valeur. À ce titre, il sera question de présenter, dans un premier temps, les grandes lignes de l’approche synthétique de la gouvernance et les raisons justifiant sa mobilisation dans le cadre de notre étude empirique (section 1). Ensuite, nous détaillerons les éléments du premier pilier de notre modèle de recherche qu’est la perspective financière traditionnelle de la gouvernance et développerons les hypothèses reposant sur cette vision (section 2). Il s’agira, ici, notamment, de tester la validité de la « *Busyness-Hypothesis* » – très souvent avancée par la littérature retenant une vision disciplinaire – mais également, d’étudier l’incidence du marché du travail externe des administrateurs relative au phénomène du cumul de mandats. Nous ajouterons, dans une troisième section, les éléments qui reposent sur la perspective cognitive du gouvernement d’entreprise et dont nous déduirons les hypothèses du second pilier de notre modèle (section 3). Celles-ci auront pour but d’examiner l’influence supposée positive des liens interconseils lorsque sont appréhendées les informations et connaissances apportées par les administrateurs multimandats. Nous présenterons, ensuite, les variables médiatrices que nous avons choisies pour mettre en lumière les différents schémas de causalité des liens personnels (section 4). Enfin, une dernière section sera consacrée à la présentation de nos variables de contrôle. Notons à ce titre que, si ces derniers ont également une influence non négligeable sur la création de valeur, ils ne relèvent pas, en revanche, du phénomène des liens interconseils (section 5).

Section 1 : La perspective synthétique de la gouvernance comme cadre théorique

Au regard des difficultés précédemment évoquées des approches juridico-financière et sociostratégiques à expliquer le rôle des liens interconseils ainsi que leur impact sur la création de valeur, et dans l'objectif de pouvoir proposer une réponse plus satisfaisante à cette question, nous avons décidé de mener notre étude empirico-comparative à partir d'un cadre théorique reposant sur une perspective synthétique de la gouvernance des entreprises.

Rappelons que les faiblesses explicatives des approches précitées relèvent essentiellement de leur orientation sur un nombre limité d'aspects, en omettant des éléments n'entrant pas dans leurs logiques de pensée. Dans le cas de la vision financière traditionnelle, la création de valeur est ainsi supposée être uniquement fonction de la discipline exercée sur les acteurs possédant les droits décisionnels – les dirigeants –, pour que ces derniers alignent leur comportement sur les intérêts des apporteurs de fonds propres. Selon cette grille de lecture, la discipline constitue alors le levier central à mobiliser pour réduire les coûts d'agence en vue de s'approcher de l'état optimum de type parétien, consistant en un « économie du Nirvana » qui se caractérise par une coordination parfaite des marchés et l'absence de tout conflit d'intérêts.³⁶² En revanche, les visions sociostratégiques retiennent, comme élément principal, soit le pouvoir – c'est le cas des courants tels que la théorie de la dépendance envers les ressources –, soit la notion de compétences fondée sur le terme de connaissances. Notre thèse visant à tester l'existence d'un rôle cognitif des liens personnels, nous emprunterons aux courants stratégiques, dans notre modèle de recherche, uniquement l'aspect « compétences ».

Pour pouvoir mettre en lumière, face aux faiblesses précitées, les atouts d'une approche synthétique, nous présenterons, par la suite, ses principales caractéristiques et hypothèses implicites (sous-section 1.1). Nous détaillerons, dans un second temps, les implications de cette nouvelle perspective pour le fonctionnement du conseil d'administration (sous-section 1.2). Ceci nous permettra finalement d'évoquer, sur cette base, les apports potentiels du partage d'administrateurs communs entre plusieurs entreprises (sous-section 1.3).

³⁶² Le terme « économie du Nirvana » est dû à DEMSETZ (1969, p. 1). Dans son article célèbre, l'auteur compare une situation économique réelle à un état idéal, l'objectif étant de détecter des écarts de l'optimum théorique en vue de démontrer les sources d'inefficience des structures existantes. (*Ibid*, p. 1) : « *The view that now pervades much public policy economics implicitly presents the relevant choice as between an ideal norm and an existing « imperfect » institutional arrangement. This nirvana approach differs considerably from a comparative institution approach in which the relevant choice is between real alternative institutional arrangements. In practice, those who adopt the nirvana viewpoint seek to discover discrepancies between the ideal and the real and if discrepancies are found, they deduce that the real is inefficient. Users of the comparative institutional approach attempt to assess which alternative real institutional arrangements seems best able to cope with the economic problem; practitioners of this approach may use an ideal norm to provide standards from which divergences are assessed for all practical alternatives of interest and select as efficient that alternative which seems most likely to minimize the divergence* ».

1.1 Les caractéristiques d'une perspective synthétique de la gouvernance

L'approche synthétique de la gouvernance peut être considérée comme la tentative de dépasser la perspective disciplinaire et ses difficultés ostensibles à apporter des réponses satisfaisantes pour expliquer les multiples changements constatés, depuis plus de 20 ans, au niveau des systèmes économiques et des structures organisationnelles des sociétés. Cette nouvelle vision repose sur les travaux précurseurs, menés en stratégie et en gouvernance, d'auteurs tels que PRAHALAD / HAMEL (1990), KOGUT / ZANDER (1992), NONAKA (1994), PRAHALAD (1994), FOSS (1996), O'SULLIVAN (2000a) et CHARREAUX (2000).

Le point de départ commun des auteurs précités réside dans le constat d'un changement important du monde des entreprises depuis les années 80, se manifestant par une nette prise en compte de l'importance du capital humain.³⁶³ Avec l'ouverture des marchés, l'intensification de la concurrence, l'usage croissant des technologies de communication et d'information et un meilleur accès au capital, les firmes se verraient ainsi confrontées à des transformations radicales d'un environnement jadis stable et protégé. Dans leur sillage, le capital humain remplacerait, notamment à travers l'innovation et une plus grande influence des employés, les actifs corporels comme facteur crucial de production. C'est en premier lieu l'importance de ces changements qui aurait conduit les entreprises à revoir l'organisation de leurs différentes activités – par exemple, l'intégration verticale que connaissaient les firmes américaines à cette époque aurait disparu au profit d'une externalisation d'étapes de production intermédiaires – et à se repositionner pour répondre à la complexité croissante du système économique.

Les conséquences de cette évolution sont de grande envergure, sinon révolutionnaires : le contrôle du capital humain serait ainsi, pour la première fois, considéré comme une source de pouvoir plus importante que celle des actifs tangibles de production. Autrement dit, la spécialisation des employés et leurs connaissances seraient jugées comme plus décisives pour la création de valeur que la simple détention d'actifs immobilisés, la logique de pensée sous-jacente étant que les contributions à la valeur par les salariés, *via* les relations qu'ils établissent avec les partenaires de la firme, dépasseraient les avantages liés à la possession des biens de production auparavant la principale source de valeur (RAJAN / ZINGALES, 2000).³⁶⁴

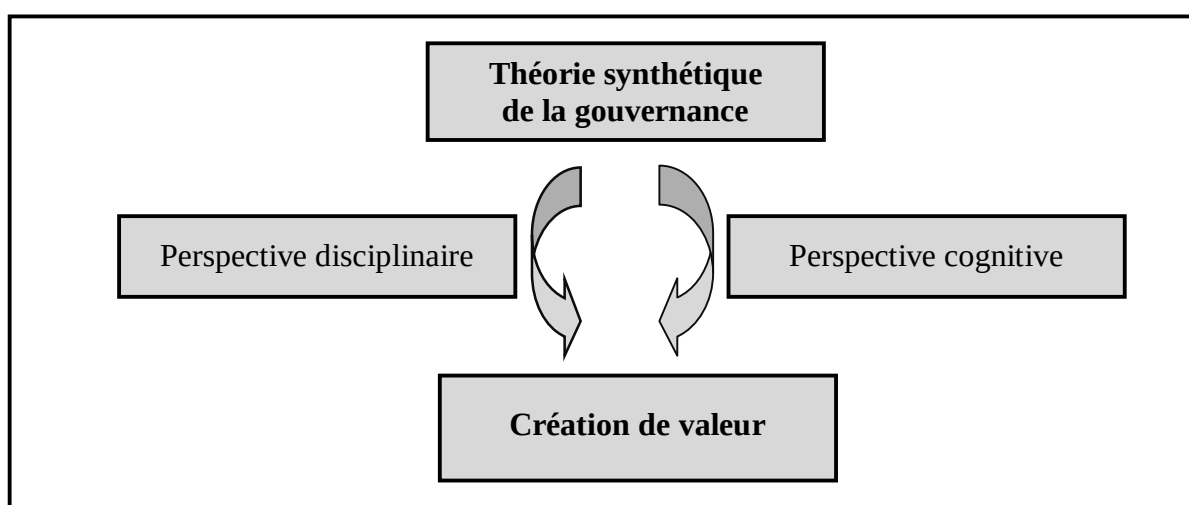
³⁶³ Cf. RAJAN / ZINGALES (2000, p. 209) : « [...] *the concentration of power at the top of the organizational pyramid, together with the separation between ownership and control, made the agency problem between top managers and shareholders the corporate governance problem. Whether managerial compensation is aligned with shareholder wealth maximization, whether boards are independent, whether Poison Pills are in the interests of shareholders -- these are the kinds of questions that have dominated the corporate governance debate in recent years. But while these issues are being debated, the firm itself has changed dramatically from Chandler's MBE* [Rem.: *Modern Business Enterprise*, Cf. CHANDLER (1977)]. »

³⁶⁴ Bien que RAJAN / ZINGALES (2000) reconnaissent explicitement l'importance du rôle des compétences, ces auteurs ne s'interrogent pas, cependant, sur la constitution de ces dernières et ignorent, pour l'essentiel, les apports des référentiels stratégiques. Pour une critique sur ce point, cf. aussi CHARREAUX (2002a, p. 105).

Si l'idée d'un rôle central du capital humain dans la création de valeur semble ainsi rencontrer depuis peu un intérêt croissant dans la recherche en gestion, la plupart des travaux étudiant les problèmes de gouvernance pratiques se contentent, cependant, d'expliquer les défaillances disciplinaires, sans s'interroger sur la nature et les déterminants mêmes de la création de richesse (PRAHALAD, 1994).³⁶⁵ Cet aspect se refléterait notamment dans le fait que les divers acteurs de la gouvernance (dirigeants, conseil d'administration, investisseurs dominants...) agissent, dans la plupart des cas, après l'arrivée d'une crise, mais rarement avant. Par ailleurs, les mesures respectivement prises dans ce cas cherchent généralement à réduire l'écart financier constaté par rapport à un indicateur de référence, mais non pas à adapter la stratégie de l'entreprise et à élaborer de nouvelles opportunités d'investissement. En conséquence, PRAHALAD (1994) suggère une orientation plus large du *management*, basée essentiellement sur deux éléments : une prise en compte des intérêts de toutes les parties prenantes, et – à la différence des approches partenariales traditionnelles –, l'encouragement des différents partenaires à la coopération et à l'apprentissage organisationnel en vue d'aboutir à une création de valeur de nature proactive et non pas réactive (*Ibid.*, p. 48-50).

Ajoutons que les explications de PRAHALAD (1994) relatives à une création de valeur qui dépasse la sphère financière ont été reprises par CHARREAU (2000) pour proposer une interprétation nouvelle du rôle du conseil d'administration. Dans cette vision, l'organe de contrôle se voit ainsi également attribuer un rôle stratégique consistant à élaborer les opportunités de développement et de croissance de la firme et à contribuer, grâce au capital humain des mandataires, à la création de compétences spécifiques et de nouvelles connaissances.

Figure 20 : Construction de la théorie synthétique de la gouvernance



Source : notre propre figure

³⁶⁵ Cf. PRAHALAD (1994, p. 40) : « *But, in spite of all the emotion and energy behind the debate [Remarque de l'auteur : sur les problèmes de gouvernance], the real problem has not been correctly identified [...] Almost no attention is paid [...] to the process by which wealth is created in a large firm [...]* ».

Nos explications relatives à l'importance du capital humain nous amènent à présenter l'élément central distinguant la théorie synthétique de la vision juridico-financière : l'ajout, à cette perspective, d'arguments issus des approches cognitives et, par là-même, l'appréhension explicite du rôle du capital humain dans le processus de création de valeur (figure 20).

Les approches s'inscrivant dans une optique de connaissances (*knowledge based view*) abandonnent la vision traditionnelle de la firme comme « nœud de contrat » – telle que la présentent JENSEN / MECKLING (1976, p. 310) – au profit d'une définition de nature différente : l'entreprise est désormais considérée comme un répertoire de connaissances dont l'exploitation est supposée conditionner le niveau de valeur créée. À ce titre, le terme « connaissance » représente une sorte d'ensemble ouvert d'éléments résultant de l'interprétation des informations dont disposent les acteurs par leurs schémas cognitifs respectifs (FRANSMAN, 1998).³⁶⁶ En d'autres termes, c'est l'existence de grilles cognitives individuelles qui est censée permettre le traitement de l'information disponible et sa transformation en une source exploitable. Il nous semble important de souligner, ici, que les conséquences de cette nouvelle définition de la firme sont importantes : ainsi, c'est désormais la disposition de connaissances qui détermine la performance d'une entreprise, une meilleure dotation de connaissances exploitables étant censée conduire, *ceteris paribus*, à la création de davantage de valeur.³⁶⁷

Précisons, toutefois, que le courant contractuel n'est pas nécessairement incompatible avec une vision cognitive et que certains auteurs utilisent, depuis longtemps, une définition de l'entreprise élargie aux aspects cognitifs. À ce titre, il faut notamment citer DEMSETZ (1988) et sa théorie de la firme spécialisée. D'après cette dernière, l'existence d'une entreprise ne peut s'expliquer – comme le prétend WILLIAMSON (1985) – par sa seule capacité à réduire les coûts de transaction, mais également par des aspects technologiques, méthodiques et spécifiques au personnel.³⁶⁸ L'analyse constitue le prolongement des travaux d'ALCHIAN / DEMSETZ (1972) selon lesquels la mission d'une firme – qu'ils considèrent comme vecteur de contrôle permettant de matérialiser les synergies issues du travail en équipe – dépasse la simple sécurisation des profits et comprend aussi des éléments cognitifs et stratégiques, ces derniers étant soumis à des évolutions permanentes. Pour DEMSETZ (1988, p. 157), l'entreprise peut donc être considérée comme un répertoire de connaissances spécifiques et de facteurs d'*input* – sinon uniques, tout au moins difficilement imitables –, qui permettent d'exploiter ces connaissances.³⁶⁹

³⁶⁶ Cf. FRANSMAN (1998, pp. 149-150) : « *Knowledge is processed information [... that is] open-ended* ».

³⁶⁷ Pour une des formes de connaissances, cf. aussi NAHAPIET / GHOSHAL (1998, pp. 246-247).

³⁶⁸ Cf. DEMSETZ (1988, p.148) : « *Productivity may be affected by considerations that are not plausibly included in [...Williamson's] cost categories. Each firm is a bundle of commitments of technology, personnel and methods, all contained and constrained by an insulating layer of information that is specific to the firm, and this bundle cannot be altered or imitated easily or quickly* »

³⁶⁹ Cf. DEMSETZ (1988, p. 157) : « *Although the true conglomerate firm is a puzzle, we generally identify industries, and firms in these industries, as repositories of specialized knowledge and specialized inputs required to put this knowledge to work* ».

Si bon nombre de travaux interprètent l'idée d'ALCHIAN / DEMSETZ (1972) sous le seul angle disciplinaire – en appliquant à la firme une mission de contrôle visant à réduire, par une gestion optimale des relations contractuelles, les pertes d'efficience –, force est de constater que ces auteurs (*Ibid.*, pp. 793-794) soulignent que sa mission comprend également l'analyse des facteurs de production, l'organisation du travail et le choix de la stratégie.³⁷⁰ Autrement dit, les organes de gouvernance sont désormais considérés comme disposant d'une véritable marge de manœuvre pour déterminer la création de valeur, au lieu de minimiser l'inefficience pour un niveau de production donné. La source de la création de valeur n'est donc plus exclusivement disciplinaire, mais comprend aussi la connaissance organisationnelle et l'apprentissage.

ALCHIAN / DEMSETZ (1972) se trouvent alors – bien qu'ils ne soient que rarement interprétés dans ce sens – bien avant la naissance d'une approche « synthétique » de la gouvernance à l'intersection des courants contractuels et cognitifs. Leur logique dynamique de la création de valeur est compatible avec la vision de FRANSMAN (1998). Néanmoins, leur analyse constitue une exception importante au sein du courant contractuel, une majorité des travaux ne considérant la relation entre l'entreprise et l'apprentissage que de manière « semi-endogène », à savoir sous la condition d'une dotation fixe et prédéfinie de la connaissance même.

Pour illustrer les différences entre la vision disciplinaire traditionnelle et les arguments des théories cognitives, prenons un exemple issu du domaine du sport. Dans une logique exclusivement disciplinaire, la vocation d'un entraîneur de football consisterait principalement à discipliner les joueurs de son équipe afin de réaliser une bonne performance (finir 1^{ère} équipe de la ligue, gagner un championnat international...).³⁷¹ À cette fin, l'entraîneur peut avoir recours à un vaste dispositif de mesures permettant sinon d'atteindre, tout au moins de le rapprocher de cet objectif. Par exemple, une rémunération incitative pour les joueurs, l'intérêt de ces derniers à avoir une bonne réputation pour augmenter leur valeur et donc leur pouvoir de négociation lors d'un éventuel transfert, ou encore la menace de devoir passer leur temps sur le banc des remplaçants en cas de mauvaise performance, seraient, ici, considérés comme des instruments disciplinaires à même de réduire les coûts d'agence (dans ce cas, l'ensemble des conséquences que subirait le club en cas de mauvais résultats), et d'augmenter ainsi la performance de l'équipe. En revanche, l'expérience et les compétences des joueurs ne seraient prises en compte qu'à condition qu'elles permettent de renforcer la discipline de l'équipe (l'effet de l'aura du capitaine sur les jeunes, les expériences des plus âgés dans l'imposition de la discipline...). Pour résumer, l'équipe serait donc considérée comme un ensemble fermé dont on connaît les frontières / les

³⁷⁰ Pour une description détaillée des idées d'ALCHIAN / DEMSETZ (1972) et de DEMSETZ (1988), cf. aussi CHARREAUX (2002b, pp. 20-25).

³⁷¹ Dans ce cas, l'optimum de performance sportive correspondrait à l'équivalent d'une économie du type « Nirvana » à laquelle se réfère la perspective juridico-financière.

limites et qu'il convient d'optimiser face à un environnement statique et prédéfini (on ignore ainsi tout changement possible tel que le développement de méthodes d'entraînement innovatrices, l'arrivée de nouveaux équipements ou encore la modification de règles). Si une telle situation n'exclut pas *a priori* l'existence de l'apprentissage organisationnel, cette dernière se limite, cependant, aux seuls facteurs disciplinaires (l'effet de jouer en équipe, la surveillance mutuelle entre les différents joueurs, la culture de jeu même du club...).

En revanche, dans une logique cognitive, l'équipe de football est considérée comme un ensemble ouvert au sein duquel l'entraîneur est censé occuper avant tout une fonction de coordination. Ainsi, la tâche de ce dernier consiste essentiellement en l'exploitation des capacités de ses joueurs avec pour objectif final de créer des compétences individuelles et collectives.³⁷² À la différence de la grille traditionnelle, la performance n'est donc plus fonction d'une maîtrise de la discipline, mais de la centralisation de l'information disponible (composition, stratégie et succès des équipes adversaires, âge moyen des joueurs...) et de sa transformation en connaissances exploitables, un répertoire de connaissances plus riches étant supposé se traduire – puisqu'il permet d'accroître tant les compétences des joueurs que celles de l'équipe – par de meilleurs résultats sportifs. Le niveau de connaissances, quant à lui, dépend essentiellement de la variabilité des grilles cognitives des membres de l'équipe. En effet, une grande diversité des schémas cognitifs peut – selon les capacités de l'entraîneur à les exploiter, qui dépendent elles-mêmes de ses propres connaissances et compétences – s'avérer propices pour créer des compétences collectives (style de jeu nouveau, tactique nouvelle...) et conduire à une amélioration de la performance. Autrement dit, il peut être cohérent pour un entraîneur de sélectionner des joueurs à schémas mentaux très différents (origine géographique et sociale, âge, expérience professionnelle...), s'il considère cette diversité cognitive comme nécessaire pour développer les compétences jugées cruciales pour atteindre ses objectifs stratégiques. Ce dernier point montre, par ailleurs, les deux éléments centraux de la vision cognitive : le lien fondamental entre connaissances et compétences, ainsi que son caractère dynamique. De fait, le niveau de connaissances étant censé évoluer en permanence, les compétences individuelles et collectives sont, elles aussi, soumises à des variations continues. Dans la mesure où cela induit une adaptation permanente de la stratégie, la performance revêt donc d'un caractère dynamique. Selon une perspective cognitive, une mauvaise performance n'est ainsi pas censée résulter d'un manque de discipline, mais d'un niveau insuffisant de connaissances des joueurs et / ou de l'entraîneur à créer des compétences collectives. Une telle situation pourrait, par exemple, survenir en cas d'une sous-estimation des biais cognitifs potentiels (manque d'esprit commun, choc culturel, difficultés linguistiques...) et / ou de stratégies d'entraînement inadaptées.

³⁷² Notons que l'analyse d'ALCHIAN / DEMSETZ (1972) des tâches du chef d'une équipe de travail peut être interprétée comme une première tentative d'inclure des aspects cognitifs.

L'exemple précédent nous a permis de mettre en lumière les différences entre la vision disciplinaire traditionnelle et l'idée sous-jacente des théories cognitives. Tandis que la première considère la création de valeur comme étant de nature purement disciplinaire, les approches cognitives expliquent la performance *via* la transformation d'informations en connaissances dont l'exploitation permet de créer des compétences individuelles et collectives. Ces dernières naissent de l'échange entre acteurs disposant de schémas de pensée uniques. Autrement dit, ce sont les grilles d'analyse individuelles des membres d'un groupe et leur combinaison qui sont supposées déterminer la performance. Précisons, cependant, que les théories cognitives restent *a priori* neutres par rapport à l'effet d'une diversification des schémas mentaux. Si l'existence de schémas cognitifs très différents peut ainsi, dans certains cas, conduire à une meilleure coopération au sein de l'équipe, elle peut, dans d'autres situations, représenter un frein.

Conciliant les courants disciplinaire et cognitifs, l'avantage d'une théorie synthétique réside non seulement dans le fait de dépasser les limites respectives de chacune des dites optiques, mais également dans l'élargissement de la notion d'efficience dans une perspective dynamique. Dans celle-ci, la source de l'efficience n'est plus de nature exclusivement disciplinaire, mais multidimensionnelle : à savoir à la fois disciplinano-incitative et cognitive. En conséquence, la considération des aspects cognitifs n'aboutit pas à nier les arguments disciplinaires, mais à les dépasser en vue d'augmenter le potentiel explicatif du modèle.³⁷³ De surcroît, la conception bi-céphale conduit à ajouter, à l'analyse de la gouvernance, la notion d'innovation et à considérer le processus de création de valeur comme une activité dynamique permettant de créer un avantage comparatif pour assurer la pérennité de la firme et créer plus de valeur que ses concurrents (LANGLOIS / ROBERTSON, 1995, pp. 101-142).

La perspective dynamique met donc l'accent sur un élément jusque-là à peine abordé : l'apprentissage. Selon la « *knowledge-based view*³⁷⁴ », la firme n'est plus considérée, comme un nœud de contrats, mais comme un répertoire de connaissances évoluant en continu grâce à l'apprentissage collectif en son sein (FOSS, 1996 ; FOSS / FOSS, 2000).³⁷⁵ Autrement dit, l'entreprise constitue un ensemble cohérent dont la création de valeur est fonction de ses compétences, et *ergo*, de l'apprentissage et de l'innovation (TEECE *et al.*, 1994). Cette vision peut être considérée comme une réaction aux insuffisances de la perspective juridico-financière – à l'exception des travaux d'ALCHIAN / DEMSETZ (1972) précités – pour expliquer l'existence

³⁷³ Au titre de la complémentarité des approches contractuelle et cognitives, *cf.* aussi HODGSON (1998).

³⁷⁴ Précisons que ce terme ne se réfère pas à une seule théorie, mais constitue le point de départ de nombreuses théories issues des sciences économiques et de gestion, mais également de la sociologie et de la philosophie. Pour une revue, *cf.* notamment KAPLAN *et al.* (2001).

³⁷⁵ Pour une proposition de combinaison des théories de l'organisation avec l'apprentissage collectif, *cf.* notamment le travail fondateur de FOSS / MAHNKE (2003).

de l'entreprise. Dans ce contexte, il faut également noter que l'hypothèse d'une rationalité calculatoire est remplacée par celle de la rationalité procédurale, cette dernière étant déterminée non pas par les conséquences des décisions prises – car on admet que la complexité des environnements empêche une connaissance parfaite de l'ensemble des informations – mais par les caractéristiques respectives des procédures qui les régissent (SIMON, 1947). Face à l'absence d'informations parfaites, il s'agit ainsi de s'approcher de l'optimum, les réflexions individuelles sous-jacentes pour parvenir à une décision étant déterminées tant par la nature même d'une situation que par les schémas cognitifs dont dispose l'acteur économique.

Au regard des différents arguments précédemment évoqués, il convient donc de reconsidérer également le rôle même de la gouvernance. En effet, celui-ci ne semble plus se limiter à réduire les conflits d'intérêt – et donc les coûts d'agence engendrés –, mais à encourager parallèlement les différentes parties prenantes de l'entreprise à contribuer, à travers une mise à disposition de leurs différentes capacités cognitives au processus de l'apprentissage collectif, à la création de compétences. Le raisonnement de cette hypothèse repose donc sur l'argument que l'apprentissage organisationnel constitue une condition centrale pour parvenir à une création de valeur de façon durable permettant de garantir *in fine* la pérennité de la firme.

Selon l'étude très détaillée de CHARREAUX (2006) sur l'évolution des théories micro et macro de la gouvernance, plusieurs travaux récents peuvent être interprétés comme des tentatives de combinaison des approches juridico-financière et cognitives visant à construire une théorie synthétique du gouvernement d'entreprise (LAZONICK / O'SULLIVAN 1998, 2000 ; LAZONICK, 2000 ; O'SULLIVAN, 2000a ; AOKI, 2001). Parmi les travaux précités, les développements très complets de LAZONICK / O'SULLIVAN (1998, 2000) et de O'SULLIVAN (2000a) semblent particulièrement intéressants. Pour mieux expliquer le processus de création de valeur, ces auteurs attribuent une place primordiale à l'innovation, celle-ci dépassant la seule dimension technologique pour regrouper également les dimensions administratives et commerciales. La prise en considération explicite de l'innovation les amène à développer – dans la mesure où l'innovation constitue une activité institutionnelle – un modèle centré sur le contrôle organisationnel, l'objectif étant de tester l'influence des aspects institutionnels sur la capacité de l'entreprise à innover. Dès lors, les auteurs retiennent une définition large de la gouvernance des entreprises, qui est perçue comme un système chargé de définir tant les compétences au niveau des prises de décisions, que la répartition des flux respectivement obtenus.³⁷⁶

³⁷⁶ Cf. à ce titre notamment O'SULLIVAN (2000a, p. 394) : « [...] a system of corporate governance shapes who makes investment decisions in corporations, what types of investments they make, and how returns from investments are distributed ».

Selon O’SULLIVAN (2000a, pp. 407-411), pour que le processus d’allocation des ressources conduise à la création d’innovations, trois conditions doivent être respectées : un soutien financier actif des activités innovatrices, leur intégration organisationnelle, ainsi qu’une surveillance stratégique de leur réalisation. Le premier aspect renvoie à l’incertitude d’un engagement de ressources à revenus futurs incertains, le risque ayant sa source tant du côté opérationnel – dans la mise en place des structures permettant d’exploiter les ressources de la manière prévue – que du côté concurrentiel, qui se traduit par le risque de réussite d’un concurrent ayant retenu une approche d’innovation alternative. Le deuxième élément cible le cadre organisationnel de l’apprentissage qui détermine la diffusion de l’innovation entre les acteurs économiques, à savoir les possibilités de transmettre les connaissances et de les transformer dans un processus d’apprentissage organisationnel et collectif.³⁷⁷ Enfin, l’innovation comprend également une dimension stratégique dans la mesure où sa création demande une évaluation préalable des opportunités permettant d’atteindre au mieux les résultats souhaités, ainsi qu’un contrôle permanent des activités par les acteurs économiques prenant les décisions.

Les explications données dans les pages précédentes nous ont permis de mettre en lumière les principaux éléments de cette nouvelle grille d’analyse que constitue la perspective synthétique de la gouvernance des entreprises. Les différentes caractéristiques et éléments de cette vision peuvent, à notre avis, être synthétisés autour de trois points centraux :

- l’hypothèse d’un caractère dynamique du processus de création de valeur, ce processus étant déterminé par une rationalité procédurale des acteurs économiques ;
- la mise en avant – grâce aux multiples échanges cognitifs entre les diverses parties prenantes de l’entreprise – de l’importance des aspects « innovation » et « apprentissage organisationnel », et leur interprétation comme facteurs-clés pour garantir une création de valeur durable assurant la pérennité de la firme ;
- la combinaison de ces « nouveaux » éléments avec les aspects juridico-financiers traditionnels pour souligner la vocation conciliatrice de cette nouvelles perspective à également prendre en compte les facteurs explicatifs jusque-là disciplinaires habituellement mis en avant par l’approche actionnariale de la gouvernance.

³⁷⁷ Cf. O’SULLIVAN (2000a, p. 408) : « *The way work is organised [...] within an economy shapes the extent to which, and the manner in which, knowledge is generated. Learning is influenced by what people do – their experience – as well as the creativity with which that experience is shaped through the specification of the problems that they attempt to solve. How the work is divided influences the scope that individuals have to learn because it shapes what they do and the autonomy they have in doing it. How work is integrated shapes the way in which people interact in the performance of their work and the working relationships that they establish with each other. The organisation of work thus shapes the opportunities for the transmission and transformation of knowledge in a process of collective learning* ».

Pour reprendre notre exemple sportif, la performance d'une équipe de football serait alors, suivant la perspective synthétique de la gouvernance, simultanément déterminée par des aspects disciplinaires et cognitifs. Alors que la voie d'intervention disciplinaire (la discipline et l'ordre imposés au sein de l'équipe, notamment *via* les systèmes d'incitation) serait maintenue comme facteur explicatif important de l'efficacité du club sportif, cet aspect se voit complété par l'ajout d'une seconde voie d'intervention – le levier cognitif –, faisant référence aux connaissances des divers joueurs et du sélectionneur même, ainsi qu'aux capacités de ce dernier à les transformer en compétences individuelles et collectives utiles.

Soulignons que ce dernier point apparaît fondamental dans la vision synthétique. Ainsi, l'entraîneur se voit non seulement en charge d'assurer, conjointement avec d'autres mécanismes, un niveau suffisant de discipline, mais aussi – et d'ailleurs, cette fonction devrait même occuper, de par sa nature, une place plus importante que la première – de coordonner l'apprentissage collectif au sein de la « *Mannschaft* », de façon à exploiter au mieux les capacités cognitives des joueurs, le but final étant de créer des compétences collectives, susceptibles de permettre de l'emporter sur les équipes adversaires. Pour parvenir à réaliser cet objectif, l'élément décisif paraît donc être la capacité de l'entraîneur à développer – par une composition stratégique de l'équipe de football et une exploitation continue des capacités cognitives des joueurs – des compétences collectives difficilement imitables, permettant de s'imposer durablement face aux concurrents sportifs et de l'emporter dans les compétitions respectivement visées.

Ce raisonnement bi-céphale dans notre exemple sportif reflète bien le caractère dynamique de l'efficacité à partir d'une perspective synthétique. La performance y est désormais considérée non pas comme une image de la création de valeur à un moment donné – où il s'agit essentiellement d'éviter le gaspillage de ressources suite aux conflits d'agence –, mais comme une variable à caractère dynamique dont l'évolution est déterminée en permanence par des échanges cognitifs et les décisions stratégiques qui les conditionnent.

Transposée au niveau de l'entreprise, on s'aperçoit que la vision synthétique de la gouvernance accorde des fonctions bien plus larges au conseil d'administration. Ce dernier se voit alors non seulement attribuer une fonction de contrôle (par ailleurs, le plus souvent réactive), mais également une fonction proactive de conseil auprès de l'équipe dirigeante. En conséquence, le champ d'action du conseil d'administration s'élargit nettement puisqu'il est désormais censé contribuer activement à la création de valeur durable. Il sera question, dans la sous-section suivante, de présenter ce nouveau rôle du conseil d'administration, pour pouvoir développer, dans la sous-section qui suivra, les contributions potentielles des liens interconseils face à une vision de création de valeur élargie aux apports cognitifs.

1.2 Les implications pour le rôle du conseil d'administration

Avec l'élargissement de l'approche financière traditionnelle à des arguments cognitifs, les différents mécanismes de gouvernance connaissent, bien évidemment, eux aussi, des changements plus ou moins importants quant à leurs vocations respectives. Ce fait concerne notamment le conseil d'administration, mais également les marchés externes du travail des dirigeants et des administrateurs ou, encore, le marché des prises de contrôle.

Dans la mesure où notre objectif de recherche consiste à vérifier l'influence des liens interconseils sur la création de valeur, nous nous intéresserons, ici, explicitement aux « nouvelles » interprétations du rôle du conseil d'administration. Cet éclaircissement nous permettra ensuite de mettre en avant les apports potentiels des liens interconseils et de concevoir, sur cette base, les hypothèses visant à tester leur influence sur la performance de l'entreprise.

Rappelons que la vision financière considère l'organe de contrôle – comme le suggère son nom – comme un simple mécanisme disciplinaire permettant de réduire les coûts d'agence, ces derniers étant censés relever de la séparation des fonctions de décision et de contrôle entre les actionnaires d'une part, les dirigeants d'autre part. En revanche, la perspective synthétique du gouvernement d'entreprise part d'un angle de vue plus large qui dépasse la seule vocation disciplinaire des différents mécanismes de gouvernance mobilisés.

Étant l'un de ces mécanismes, le conseil d'administration connaît, en conséquence, de même un élargissement des tâches lui incombant. Concrètement, l'organe de gouvernance se voit désormais attribuer deux fonctions majeures :³⁷⁸

- une fonction traditionnellement incitativo-disciplinaire, visant principalement à délimiter, à travers une surveillance intense des dirigeants exécutifs, l'espace discrétionnaire de ces derniers relatif aux nombreuses décisions fondamentales de l'entreprise à prendre ;
- une fonction de nature plus stratégique, fondée sur la génération de connaissances et de compétences, et consistant essentiellement en l'apport de conseil et de recommandations au *management*, avec pour objectif de l'aider à mettre en place une stratégie assurant la pérennité de la firme.

³⁷⁸ Notons à ce titre que certains auteurs parlent même d'une troisième fonction du conseil d'administration : les services rendus. Avancée notamment par divers travaux sociostratégiques, cette fonction comprend essentiellement la représentation de la firme auprès du public, la génération de contacts avec l'environnement externe, et des activités « de représentation » telles que la présidence de l'assemblée générale des actionnaires, leur finalité commune étant de renforcer la réputation de l'entreprise (cf. notamment ZALD, 1967 ; PFEFFER, 1972 ; PRO-VAN, 1980 ; MINTZBERG, 1983 ; MacCORMAC, 1985).

La première fonction renvoie aux arguments classiques, majoritairement originaires du courant juridico-financier. Le conseil d'administration se voit ainsi chargé d'une fonction de contrôle, comprenant, entre autres, la sélection et la révocation des membres de l'équipe dirigeante et notamment du PDG, l'évaluation permanente de la performance de ces premiers et la fixation de leur rémunération, ainsi que l'approbation de décisions fondamentales nécessitant l'accord du conseil. En tant que mécanisme de contrôle interne – souvent le mécanisme le plus important – le conseil d'administration a pour mission de garantir une surveillance efficace du *management* en vue de contribuer au mieux à la maximisation de la valeur actionnariale, le raisonnement sous-jacent étant l'hypothèse de l'existence d'une seule catégorie d'acteurs particulièrement vulnérables à l'opportunisme des dirigeants – les apporteurs de fonds propres – lesquels sont censés recevoir, en raison de leur statut, l'intégralité du profit résiduel (FAMA, 1980 ; FAMA / JENSEN, 1983a ; BRICKLEY / JAMES, 1987).³⁷⁹

La fonction de conseil auprès du *management* reflète la mission de l'organe de contrôle à apporter à l'équipe dirigeante un soutien important lors de l'élaboration de la stratégie de la firme (BAYSINGER / HOSKISSON, 1990 ; COWEN / OSBORNE, 1993 ; GOODSTEIN *et al.*, 1994 ; FINKELSTEIN / HAMBRICK, 1996, pp. 209-262 ; STILES / TAYLOR, 1996 ; DAVIES, 1999 ; CONGER *et al.*, 2001 ; HENDRY / KIEL, 2004). Précisons à ce titre que cette fonction n'a pourtant rien de très original. Une analyse de la littérature stratégique montre ainsi que la question du rôle stratégique du conseil d'administration est ancienne et se voit discutée depuis plus d'un demi-siècle (BACKER, 1945 ; COPELAND / TOWL, 1948).

Par ailleurs, bon nombre d'études s'inscrivant dans la vision disciplinaire traditionnelle, mentionnent de même explicitement une fonction de conseil de l'organe de contrôle. Ces études peuvent, cependant, être critiquées à deux principaux égards :

- Bien que ces travaux retiennent également le rôle de conseil de l'organe de contrôle vis-à-vis de l'équipe dirigeante, cette fonction est très majoritairement considérée dans une perspective statique, la question-clé étant, dans ce cas, le soutien apporté au *management* lors du choix et de la prise de décisions stratégiques face à un ensemble d'opportunités d'investissement donné.
- L'appréhension de la fonction de conseil et de soutien apporté au *management* reste, pour la plupart des nombreuses études retenant le cadre juridico-financier comme modèle explicatif, purement théorique, mais est rarement incluse dans une analyse empirique visant à vérifier l'efficacité du conseil d'administration pour créer de la valeur pour les actionnaires.

³⁷⁹ Pour des informations plus détaillées concernant le rôle du conseil d'administration dans la perspective disciplinaire, cf. notamment nos explications dans la partie II, chapitre 2, section 1.2.

Les origines du débat sur la fonction stratégique du conseil d'administration remontent aux travaux de BACKER (1945), COPELAND / TOWL (1948) et DRUCKER (1957 [1954]). Cherchant à définir les rôles de l'organe de contrôle, ces auteurs lui accordèrent explicitement une fonction de conseil auprès de l'équipe dirigeante. Les explications sur ce point furent davantage précisées, au cours des années suivantes, par JURAN / LOUDEN (1966), KOONTZ (1967) et MACE (1971, 1976), les écrits prenant parfois « [...] la forme de véritables catalogues de recommandations [...] » (CHARREAUX / PITOL-BELIN, 1990, p. 78). Au regard de ces travaux, nous constatons donc avec un certain étonnement que la fonction stratégique du conseil d'administration semble être présentée, par certains travaux en sciences de gestion d'origine économique-financière, comme un élément novateur. Il en va de même pour les codes de gouvernance qui, à notre avis, – bien qu'ils constituent un élément de gouvernance récent – ne peuvent qu'être interprétés comme la reprise d'idées plus anciennes.

La mise en avant d'une fonction stratégique du conseil d'administration attribue à ce dernier une mission proactive, dépassant largement l'orientation réactive qui prédomine dans la vision disciplinaire. Cette « activation » de l'organe de contrôle repose sur l'argument central de courants cognitifs tels que la théorie comportementale (SIMON, 1947 ; CYERT / MARCH, 1963), la théorie évolutionniste (NELSON / WINTER, 1982) et la théorie des ressources et des compétences (PENROSE, 1959) : l'échange cognitif entre acteurs économiques permet de créer des connaissances et des compétences au profit de la firme. Dans la mesure où cette vision part du principe qu'un bon système de gouvernance se caractérise par sa capacité à encourager, mieux que d'autres, l'apprentissage organisationnel en vue de créer de la valeur durable, la logique dynamique s'applique aussi au conseil d'administration.

Le rôle de ce dernier serait ainsi, outre l'aspect contrôle, de « [...] faciliter le développement de compétences et d'aider à la construction de nouvelles options stratégiques » (CHARREAUX, 2000, p. 14). Soulignons que la mission élargie du conseil d'administration nécessite de même de nouvelles réflexions relatives à sa composition « idéale », à savoir la forme contribuant au mieux à la création de valeur. Si l'accent principal est mis, dans la perspective juridico-financière, sur l'indépendance des administrateurs, la vision synthétique, en tenant compte des compétences des mandataires sociaux, aboutit nécessairement à des recommandations différentes quant à la composition de l'organe de contrôle. Autrement dit, il n'est pas garanti qu'un administrateur idéal par rapport à son niveau d'indépendance, le soit aussi au niveau de ses expériences et ses connaissances. Ce raisonnement conduit à reconsidérer la question du rôle des administrateurs « cumulards » et de leur impact sur la création de valeur de l'entreprise, ce que nous aborderons dans la sous-section suivante.

1.3 Les nouvelles contributions des liens interconseils

L'hypothèse d'un rôle élargi du conseil d'administration dans une perspective synthétique de la gouvernance semble apporter un nouvel éclairage à la question, souvent controversée, de l'effet du cumul des mandats sur la création de valeur. En effet, dans la mesure où l'approche vise à appréhender tant les contributions disciplinaires que cognitives des mandataires sociaux à la création de valeur, l'analyse du rôle des « cumulards » ne se limite plus à leur seul impact sur la discipline au sein du conseil, mais s'étend aussi à leurs compétences et expériences professionnelles et à la manière dont la firme peut en profiter.

Rappelons, ici, que, comme cela a été montré lors de la présentation des différentes approches sociostratégiques, l'analyse des compétences professionnelles des administrateurs et de leurs conséquences pour la création de valeur ne constitue pas en soi une nouveauté, puisqu'elle fait l'objet, depuis de très nombreuses années, d'analyses menées en stratégie. Ce qui replace la question des conséquences du cumul de mandats sur le devant de la scène, ici, c'est le fait d'appréhender, *via* des leviers d'intervention distincts, les arguments disciplinaires et cognitifs simultanément dans un seul modèle basé sur l'efficacité financière.

Les avantages d'une analyse des effets sur la performance des liens interconseils à partir d'un modèle, basée sur la vision synthétique de la gouvernance, paraissent très importants et peuvent être synthétisés, nous semble-t-il, autour de trois points principaux :

- la possibilité de reconduire des tests de certaines hypothèses, mises en avant par la perspective disciplinaire pour modéliser les conséquences de la présence d'administrateurs « cumulards », telles qu'une surveillance peu efficace des dirigeants en raison d'une surcharge de temps ou d'un comportement de collusion de ce type de mandataires vis-à-vis du *management* de l'entreprise ;
- la possibilité de tester, grâce à la prise en considération des compétences et des expériences professionnelles des administrateurs multimandats, la validité et, en cas de confirmation, l'importance de la fonction du conseil d'administration en tant qu'apporteur de conseil et de soutien à l'équipe dirigeante lors de l'élaboration des décisions fondamentales stratégiques futures et ;
- la possibilité de combiner les aspects disciplinaires et cognitifs dans un modèle global afin de vérifier le rôle et l'influence de chaque voie d'intervention retenue et de voir si l'inclusion du volet cognitif conduit à une meilleure explication des effets sur la performance des liens interconseils.

Comme nous l'avons précédemment évoqué, les enjeux d'une prise en considération des apports cognitifs d'un administrateur peuvent être particulièrement intéressants, *a fortiori* lorsqu'il s'agit de mandataires sociaux exerçant parallèlement plusieurs mandats. L'avantage de ces derniers réside dans le fait qu'ils ont habituellement recours à davantage d'informations et de connaissances, et qu'ils disposent, grâce à des formations similaires et à des carrières professionnelles analogues, d'un réseau dense de contacts personnels. Ce dispositif « relationnel » peut s'avérer particulièrement bénéfique pour l'entreprise et permet de reconsidérer le rôle des liens interconseils dans une nouvelle perspective (SHAW / ALEXANDER, 2006).

La littérature portant sur le rôle du conseil d'administration peut être grossièrement scindée entre les travaux attribuant un rôle actif à l'organe de contrôle – c'est le rôle stratégique dont nous venons de parler –, et ceux qui lui accordent une fonction davantage passive (HENDRY / KIEL, 2004, p. 502). Prenant appui sur la théorie du contrôle *managérial*, le second groupe d'études critique généralement la passivité constatée dans une majorité de conseils d'administration, celle-ci étant supposée résulter d'une prise de pouvoir trop importante du *management* et notamment du premier dirigeant.³⁸⁰ Dans l'objectif d'élargir son influence, ce dernier serait ainsi enclin à détourner, par des moyens tels que submerger le conseil en informations redondantes, manipuler l'ordre du jour ou discuter de façon excessive des points secondaires, l'attention des administrateurs des faits essentiels. Or, lorsque l'organe de contrôle est constitué d'administrateurs multimandats à fonctions exécutives, la stratégie du premier dirigeant visant à réduire la vigilance du conseil risque d'échouer, puisque les « cumulards » – grâce à leurs expériences et compétences – s'aperçoivent vraisemblablement plus facilement de cette stratégie et cherchent, le cas échéant, à la contrer.³⁸¹

L'exemple précédent montre que la prise en considération d'aspects disciplinaires et cognitifs sur la base d'un modèle synthétique de la gouvernance peut conduire à une réinterprétation du rôle des liens personnels : ces derniers paraissent ainsi entraîner des effets disparates. Affectant les échanges cognitifs, les liens interconseils peuvent ainsi conduire tant à un renforcement de la discipline qu'à un enrichissement des discussions stratégique. L'objectif des sections subséquentes sera donc de détailler davantage la nature des voies d'interventions respectivement esquissées, et d'élaborer, sur cette base, nos hypothèses visant à tester les conséquences des liens personnels pour la création de valeur (sections 2, 3 et 4).

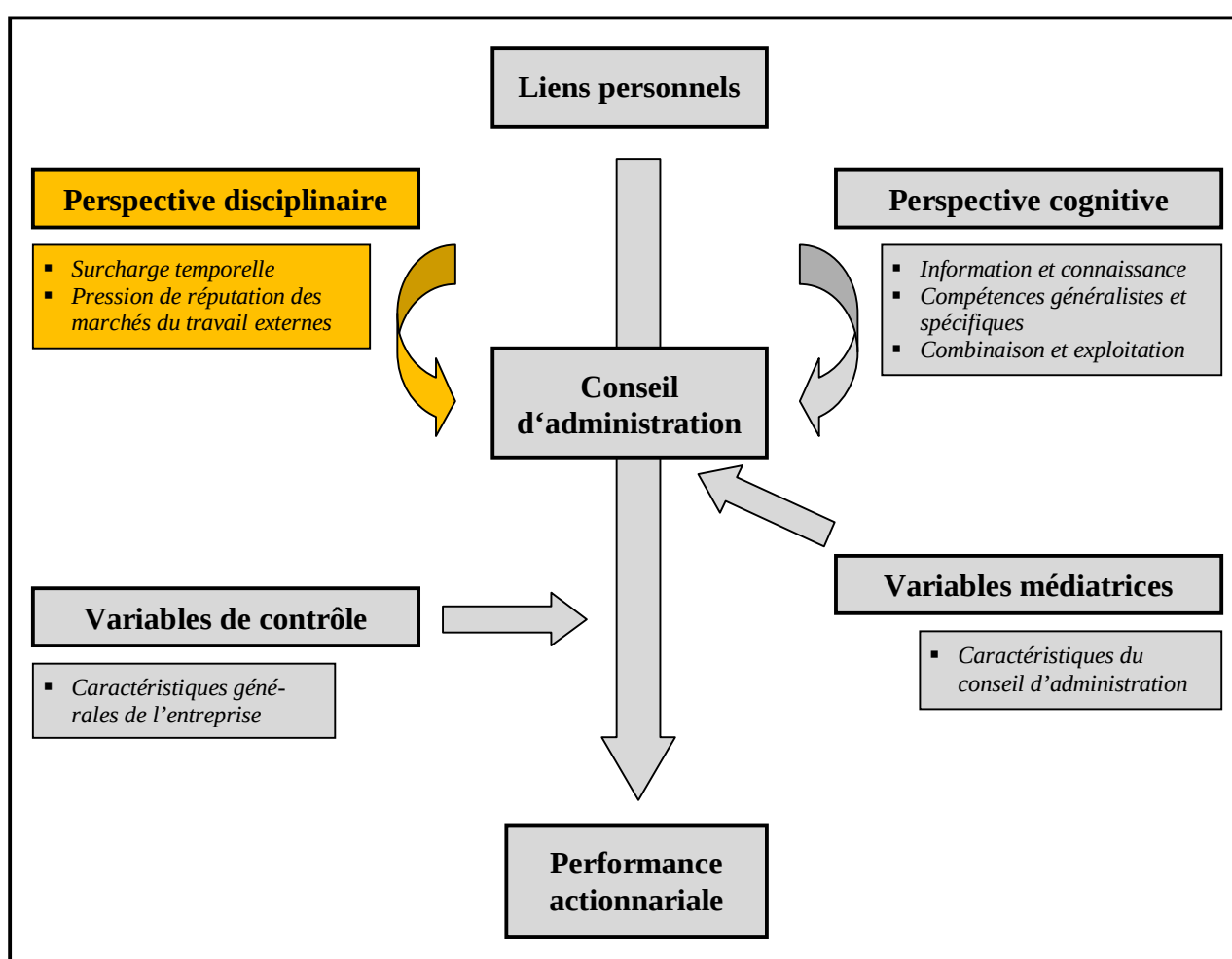
³⁸⁰ Pour les détails de la théorie du contrôle *managérial*, cf. la partie II, chapitre 3, section 2.2.

³⁸¹ Cependant, dans une interprétation négative, la présence de « cumulards » peut aussi, suite à l'existence d'un esprit « réseau » ou d'interdépendances mutuelles, permettre de renforcer les manœuvres dilatoires du premier dirigeant, le soutien apporté à ce dernier étant, dans ce cas, basé sur l'attente d'un « retour d'ascenseur ».

Section 2 : Les voies d'intervention disciplinaire

La section subséquente aura pour objectif principal de mettre en lumière les variables explicatives disciplinaires de notre modèle de recherche, empruntées à la perspective juridico-financière traditionnelle de la gouvernance des entreprises. Il s'agit, ici, plus particulièrement, de présenter les aspects et explications habituellement mobilisés par ce courant théorique pour expliquer l'efficacité du conseil d'administration face au cumul de mandats (figure 21).

Figure 21 : Modèle de recherche global proposé – la perspective disciplinaire



Source : notre modèle de recherche

Nous commencerons par présenter nos hypothèses de recherche se référant aux effets des liens interconseils sur le niveau de surveillance effectivement réalisé au sein de l'organe de contrôle (sous-section 2.1), avant de modéliser, dans un second temps, l'influence supposée positive sur la réputation du cumul de mandats – abordé *via* le marché du travail externe des états-majors – pour la création de valeur de l'entreprise (sous-section 2.2).

2.1 La présence de « cumulards » surchargés de travail

La surveillance de l'équipe dirigeante étant habituellement considérée, par la vision juridico-disciplinaire, comme mission centrale du conseil d'administration, il n'est pas très surprenant que les travaux analysant l'incidence du cumul de mandats des administrateurs – que ces derniers occupent des fonctions exécutives ou non – renvoient, eux aussi, principalement aux effets des liens interconseils sur le niveau de contrôle. À ce propos, l'intitulé de l'article de FERRIS *et al.* (2003) « *Too busy to mind the business?* » illustre bien l'attitude du courant disciplinaire vis-à-vis dudit type relationnel : le cumul de mandats est ainsi censé réduire – en raison notamment d'un manque de temps d'administrateurs surchargés – la surveillance effectivement réalisée par l'organe de contrôle. La baisse de la discipline en découlant irait de pair avec une augmentation de l'espace discrétionnaire des dirigeants, conduisant à des décisions *managériales* opportunistes et sous-optimales du point de vue des apporteurs de fonds propres. Autrement dit, un plus faible contrôle des dirigeants – dû à des administrateurs trop « stressés » – entraînerait des coûts d'agence plus importants dont les conséquences se manifesteraient sous la forme d'une moindre création de la valeur actionnariale.

Notons que le risque d'une baisse de l'efficacité du conseil d'administration en cas de présence de « cumulards » s'ajoute à un certain nombre de faiblesses que l'on retrouve aussi dans les organes de gouvernance composés de mandataires « non cumulards » telles que³⁸² :

- une fréquence de réunions relativement faible et ne permettant pas d'aborder en détail les questions essentielles faisant l'objet de délibération ;
- une taille inadaptée du conseil qui – fréquemment jugée trop grande – n'est pas censée faciliter l'intervention active de tous les mandataires ;
- une tendance des dirigeants – pour élargir leur marge de manœuvre – à inonder les administrateurs de documents redondants et à alourdir les réunions de conseil par la discussion de sujets et de questions plutôt secondaires ;
- une complexité croissante des informations à traiter, nécessitant davantage de temps de discussion et une meilleure préparation individuelle.

Bien que la perspective juridico-disciplinaire, lors de l'analyse des effets du cumul de mandats, ne tienne pas toujours compte des apports des administrateurs multimandats en termes de compétences de contrôle – et donc, non plus, de la possibilité d'améliorer la discipline – le seul argument d'une surcharge de temps paraît non négligeable. De fait, la charge de temps d'un « cumulard » peut atteindre des niveaux très importants et appelle à une réflexion sur la réalisation effective des tâches lui incombant face à de telles responsabilités.

³⁸² Pour une explication de ces aspects, cf. nos développements dans la partie II, chapitre 2, section 1.3.

Pour illustrer ce fait, nous avons identifié, *via* notre base de données, l'administrateur « cumulard » allemand exerçant, dans l'année 2005, le plus de mandats. Il s'agit de Monsieur Manfred SCHNEIDER, président du conseil de surveillance de *Bayer* et ancien président du directoire du même groupe. Le tableau 28 recense tous les mandats exercés par M. SCHNEIDER dans les sociétés cotées dans l'indice boursier DAX 30, ainsi que les sièges occupés dans les comités consultatifs spécialisés des groupes respectives. Sont indiquées, de surcroît, les réunions qu'ont tenues lors de cet exercice les conseils de surveillance et comités concernés.

Tableau 28 : La charge de temps d'un « cumulard » : le cas de Manfred SCHNEIDER

Société			Position		Nombre de réunions	
Mandats de direction	Mandats de contrôle	Mandats de comité	au CS	au comité	CS	Comité
-	Allianz AG	CoAud CoGouv	M	P M	4	5 3
-	Bayer AG	CoNom CoAud	P	P M	4	2 4
-	DaimlerChrysler AG	CoRem	M	M	5	6
-	Linde AG	CoAud CoNom	P	M P	4	4 2
-	Metro AG	CoNom CoPrep	M	M M	4	2 2
-	RWE AG	CoStra	M	M	6	3
-	TUI AG		M		5	
			Total :		32	33

Source : rapports annuels des entreprises respectives de l'exercice 2005; CS = Conseil de surveillance ; P = Président ; M=Membre ; CoAud = Comité d'audit ; CoNom = Comité des nominations ; CoGouv = Comité de gouvernance ; CoPrep = Comité de préparation des réunions du CS ; CoRem = Comité des rémunérations ; CoStra = Comité stratégique

Selon le tableau 28, la charge de travail de l'administrateur choisi est non négligeable : lors de l'exercice 2005, elle comprend – sous l'hypothèse d'une assiduité complète – 32 réunions de conseil de surveillance dans sept groupes différents, ainsi que 33 réunions de comités consultatifs spécialisés au sein de ces sociétés. De surcroît, M. SCHNEIDER préside l'organe de contrôle dans deux des sept groupes et dirige également trois comités spécialisés.

Compte tenu de ces chiffres, il est intéressant de s'interroger sur l'équivalent en heures de travail que demandent ces postes de responsabilité. Si les chiffres obtenus dans le tableau précédent indiquent une charge d'au moins 33 jours – on admet, ici, que les réunions de comités se tiennent les mêmes jours que celles du conseil de surveillance – les rapports annuels des sociétés concernées ne communiquent pourtant aucune information sur ce point.

Parallèlement, l'inventaire de la littérature portant sur le cumul de mandats fournit des chiffres très différents et peu récents. Ainsi, LIPTON / LORSCH (1992) suggèrent un volume annuel dépassant les cent heures par mandat, sans compter les réunions exceptionnelles et les déplacements pour participer aux réunions.³⁸³ Au milieu des années 90, la *National Association of Corporate Directors (NACD)* des États-Unis recommande, dans son guide des administrateurs, un volume de quatre semaines à 40 heures par mandat de contrôle.³⁸⁴ Comparé à ces chiffres, GAULKE (1997, p. 202) – bien qu'il critique le manque de disponibilité des administrateurs multimandats allemands – retient une estimation inférieure du temps nécessaire, qu'il estime de quatre à six jours par mandat pour pouvoir exercer de façon satisfaisante les fonctions respectives. Enfin, pour l'Hexagone, le *Vade-mecum* (2005, p. 20) de l'Institut Français des Administrateurs (IFA) indique une charge de travail de six à neuf jours par mandat d'administrateur.

Sur la base de ces recommandations, nous avons calculé la fourchette de la charge temporelle de M. SCHNEIDER, compte tenu de l'exercice des mandats indiqués ci-dessus. En raison des responsabilités variables selon la position occupée dans les organes de gouvernance et du temps nécessaire différent pour la préparation et la participation à ces réunions, nous avons majoré le volume journalier de 100 % en cas d'exercice de la présidence du conseil de surveillance (mandats équivalents). Le tableau suivant indique les charges temporelles théoriques de M. SCHNEIDER quand on applique les recommandations précitées (tableau 29).

Tableau 29 : L'application des recommandations relatives au temps à consacrer à l'exercice d'un mandat de contrôle : le cas de Manfred SCHNEIDER

Charge de travail annuelle	Recommandations			
	Gaulke (1997) 6 jours / année	IFA (2005) 9 jours / année	Lipton / Lorsch (1992) 12 jours / année	NACD (1996) 20 jours / année
7 mandats	43 jours	63 jours	84 jours	140 jours
9 mandats équivalents	54 jours	81 jours	108 jours	180 jours

Source : nos propres calculs

³⁸³ Cf. LIPTON / LORSCH (1992, p. 69) : « Boards should meet at least bimonthly and each meeting should take a full day [...] One meeting each year should be a two or three day strategy session. Directors should also spend the equivalent of another day preparing for each meeting by reviewing reports and other materials sent to them in advance. This would mean that directors would be expected to spend more than 100 hours annually on each board, not counting special meetings and not counting travel time ».

³⁸⁴ Citée par BUSINESSWEEK (1996, édition du 25 novembre, p. 102).

Les résultats du tableau 29 semblent sans équivoque : selon les recommandations appliquées et compte tenu de ses mandats exercés en 2005, la charge de travail théorique de M. SCHNEIDER varie entre 43 et 140 jours, correspondant respectivement à 11 environ et 28 semaines à 5 jours de travail. Ces chiffres atteignent des niveaux importants quand on recalcule la charge de travail en tenant compte des niveaux de responsabilité des postes occupés : maintenant, la fourchette de la charge temporelle théorique varie entre 54 jours (11 semaines à 5 jours) à 210 jours (43 semaines à 5 jours). Suivant les recommandations de la NACD, les mandats de M. SCHNEIDER – pour être exercés de manière satisfaisante – absorberaient ainsi environ trois-quarts de son budget temporel annuel (excepté les week-ends).

Néanmoins, notre démarche se caractérise par une estimation très conservatrice de la charge temporelle. D'une part, nous n'avons considéré que les fonctions occupées par M. SCHNEIDER dans les sociétés du DAX 30, sans s'interroger sur l'éventuel exercice d'autres mandats nationaux ou internationaux. D'autre part, nous n'avons pas vérifié la présence de M. SCHNEIDER dans les organes de gouvernance de sociétés-filiales de son employeur principal *Bayer*. Enfin, nous n'avons inclus, dans notre calcul, ni l'occupation de fonctions dans les comités, ni celle d'éventuelles fonctions supplémentaires (associations professionnelles, institutions internationales...). Par conséquent, le total des responsabilités de M. SCHNEIDER laisse supposer une charge de travail effective encore plus importante avec, comme problème supplémentaire, une probabilité plus élevée d'un recoupement temporel de réunions respectives, l'empêchant de s'acquitter entièrement de ses différentes obligations de présence.

Au regard de ces éléments, force est de constater que la surcharge temporelle des administrateurs multimandats semble donc être un problème non négligeable.³⁸⁵ La charge importante de responsabilités justifie *ergo* une interrogation critique sur les efforts de surveillance effectifs d'un « cumulard » lors de l'exercice de ses mandats et, *in fine*, sur le niveau de discipline au sein du conseil d'administration. La surcharge potentielle des « cumulards » laisse donc présumer une attention insuffisante portée aux affaires de l'entreprise au préalable, une moindre participation aux réunions et une moindre disponibilité en cas d'évolutions imprévues. L'effet de cette défaillance serait une diminution de la discipline au sein du conseil dont l'équipe dirigeante peut profiter au moyen d'une gestion ciblant davantage d'objectifs personnels. En conséquence, nous attendons donc globalement un impact négatif du cumul de mandats des administrateurs sur la création de valeur de l'entreprise (hypothèse H₁).

H₁

Plus le nombre de postes externes occupés par les administrateurs multimandats est élevé, plus la discipline au sein de son conseil d'administration a tendance à diminuer, et plus la performance de l'entreprise se dégrade.

³⁸⁵ Ce problème est, par ailleurs, explicitement confirmé par les « cumulards » eux-mêmes. À ce titre, cf. notamment les commentaires de mandataires interrogés par LORSCH / MacIVER (1989, pp. 23-25).

Néanmoins, nous sommes conscient de la critique que l'on peut adresser à cette hypothèse de recherche : l'analyse de l'effet du cumul de mandats se fait indépendamment de la nature des fonctions externes parallèlement occupées. Or, il semble bien évident qu'un administrateur présidant simultanément la direction générale d'une firme externe, connaît une autre charge de travail qu'un administrateur n'exerçant qu'un mandat de contrôle additionnel. Dès lors, les conséquences potentielles du cumul de mandats peuvent sensiblement diverger.

S'ajoute à ces explications un autre élément : l'impact des liens sur la performance des firmes « accueillantes » et « envoyeuses ». Ainsi, le cumul de mandats influence non seulement l'efficacité de l'organe de contrôle de la société à laquelle siège le mandataire, mais détermine également la performance de sa firme d'origine. Cet aspect a été évoqué par PERRY / PEYER (2005) qui montrent que l'incidence du cumul de mandats est fonction de la dimension des conflits d'agence potentiels de la firme et de la position du « cumulard ». D'une part, l'acceptation de mandats externes par un dirigeant d'une firme conduit à un potentiel de conflit plus important qui provoque des réactions davantage négatives des marchés financiers. D'autre part, la réaction négative est plus importante quand c'est le *CEO* lui-même qui cumule.

Bien que nous ne tenions pas compte, dans cette thèse, de l'intégralité du problème de l'incidence du cumul de mandats pour l'entreprise « envoyeuse » – comme nous nous limitons à étudier l'efficacité du conseil d'administration, l'analyse de l'incidence de l'exercice d'un mandat de contrôle par un dirigeant exécutif pour sa firme d'origine échapperait à notre modèle –, l'idée d'une incidence différente du cumul de mandats selon la position du « cumulard » nous conduit à classer les liens interconseils recensés en deux groupes et à proposer, à partir de notre hypothèse de départ, deux hypothèses de recherche plus fines.

Ainsi, nous admettons que la présence d'un administrateur occupant parallèlement la fonction d'un dirigeant exécutif dans une autre entreprise, nuira davantage à la discipline du conseil d'administration respectif, et *in fine* à la création de valeur, que si cet administrateur n'exerçait qu'un mandat de contrôle externe. L'hypothèse repose sur l'argument qu'un administrateur à fonction exécutive externe – compte tenu du niveau de responsabilité qui lui incombe et de la nature différente des tâches professionnelles – se caractérise par une charge de travail beaucoup plus importante (réunions avec l'équipe dirigeante, *reportings* réguliers, réunions internes avec les *managers* du département dont il est à la tête, analyse permanente de l'évolution économique du département afin de piloter la performance de celui-ci et d'atteindre les objectifs fixés par le groupe...). En conséquence, nous supposons que ce type de cumulard sera davantage exposé au risque d'une surcharge temporelle et consacrera, dans ce cas, moins de temps à l'accomplissement des fonctions lui incombant en tant qu'administrateur de la firme concernée. Le fait que PERRY / PEYER (2005) montrent que l'annonce de l'acceptation d'un mandat de contrôle externe par le *CEO* d'une firme à potentiel de conflits d'agence important

entraîne des réactions nettement négatives des marchés financiers, illustre, par ailleurs, que les conséquences destructrices de valeur de cette forme de cumul semblent à la fois affecter l'entreprise où le mandataire en question est membre de l'équipe dirigeante et la société où il occupe une fonction de contrôle. De façon caricaturale, on serait même tenté de dire que le cumul de mandats par des administrateurs à fonction exécutive semble conduire à une situation où ceux-ci n'assurent plus aucune de leurs fonctions de manière satisfaisante, que ce soit au *management* ou dans le conseil d'administration.

Pour résumer notre argumentation, nous attendons donc que le cumul de mandats de contrôle par des administrateurs occupant une fonction de direction externe, conduise – en raison d'une charge de travail comparativement plus importante d'un poste de *management* et d'une hétérogénéité entre les fonctions exécutives et de contrôle – à une importante surcharge temporelle de ces administrateurs, se traduisant par une baisse du niveau de discipline au sein de l'organe de contrôle et, *in fine*, par une moindre création de valeur (hypothèse H_{1a}).³⁸⁶

H_{1a}

Plus le nombre de postes de direction externes exercés par les administrateurs multimandats est élevé, plus la discipline au sein du conseil d'administration a tendance à diminuer, et plus la performance de l'entreprise se dégrade.

Pour ce qui est du second type de « cumulard », nous anticipons aussi – conformément à notre hypothèse de départ H₁ – un impact négatif sur la performance. Néanmoins, nous attendons une incidence moins négative que dans le cas précédent pour deux raisons majeures. D'une part, l'exercice de mandats de contrôle demande – notamment quand il est considéré d'une perspective exclusivement disciplinaire où l'accent est mis sur la notion de contrôle – moins d'occupation permanente et de temps de préparation qu'un mandat exécutif. D'autre part, le mandataire cumule des postes se caractérisant par des tâches similaires, ce qui tend à réduire davantage la charge de travail effective. Bien entendu, ceci ne veut pas dire que le risque d'une surcharge temporelle disparaît, mais qu'il paraît plus faible que dans le cas d'un « cumulard » à fonction exécutive. Dès lors, la baisse de la discipline en découlant ainsi que la dégradation de la performance devraient être, elles aussi, plus modérées (hypothèse H_{1b}).

H_{1b}

Plus le nombre de mandats de contrôle externes exercés par les administrateurs multimandats est élevé, plus la discipline au sein de son conseil d'administration a tendance à diminuer, et plus la performance de l'entreprise se dégrade.

³⁸⁶ Précisons que cet argument n'a *a priori* rien de nouveau et se retrouve déjà dans les travaux fondateurs de MACE (1971) sur le rôle des administrateurs. Dans son ouvrage, cet auteur cite plusieurs dirigeants confirmant le problème d'une surcharge de temps (*Ibid.*, p. 92) : « *One president observed: 'I don't do much as an outside director. I know I should do more, but the facts of life are that the other outside directors and I have full-time jobs with a lot of responsibilities to our respective companies. The problem is not the lack of motivation because of the low fees [...]. Presidents of large companies are busy people [...] and have a primary set of responsibilities. They and I tend to look at outside directorships as being an extra burden. It certainly doesn't have the same importance in their priority list as the primary job they have so naturally it gets less attention'* ».

2.2 La pression de réputation des marchés du travail externes

Comme cela a été déjà évoqué lors de la présentation des grandes lignes de la perspective juridico-financière, cette dernière ne se limite pas – bien que le traitement très critique du sujet des liens interconseils par la presse économique puisse parfois entraîner l'impression – à une vision exclusivement négative de l'incidence du cumul de mandats. Au contraire, la considération du marché du travail externe des administrateurs comme mécanisme de gouvernance important permet d'avoir une image plus équilibrée du rôle des liens personnels.

L'hypothèse d'une fonction disciplinaire du marché du travail externe des états-majors à même de délimiter l'espace discrétionnaire des mandataires et de réduire les coûts d'agence, repose notamment sur des travaux anciens, menés au début des années 80 par FAMA (1980) et FAMA / JENSEN (1983a). Ces auteurs postulent que l'allocation externe de postes de responsabilité – à savoir des mandats de direction et de contrôle – se déroule dans un cadre ressemblant à un marché du travail dont le rôle consiste à attribuer lesdits postes en fonction de la réputation des mandataires.³⁸⁷ Faute de l'existence d'une mesure objective de cette dernière, les auteurs proposent d'approximer la réputation à travers l'analyse de l'historique de la performance des entreprises dont le mandataire en question était ou est toujours en charge. L'hypothèse qui sous-tend cette démarche est simple : les firmes essayant d'attirer les mandataires disposant des meilleures compétences en termes de contrôle, on admet qu'une bonne performance enregistrée par le passé, témoigne de la qualité des mandataires qui la gèrent, et conduit – sous la condition d'un fonctionnement efficace du marché du travail – à l'attribution de davantage de postes à ces derniers dans l'avenir. Autrement dit, l'existence d'une pression à la réputation est censée discipliner les mandataires sociaux lors de l'exercice de leurs fonctions, la motivation étant de veiller à ne pas mettre en péril leur carrière future.

Selon HARFORD (2003, pp. 55-57), le levier de réputation est supposé intervenir aussi bien dans une perspective *ex ante* qu'*ex post*. Pour la première, elle reflète la menace latente d'une dégradation de la réputation en cas d'une mauvaise performance, pouvant se traduire par une moindre attribution de mandats futurs. En revanche, la seconde renvoie à la pénalisation des mandataires sociaux comme conséquence de décisions prises s'avérant destructrices de valeur (mesures défensives, mise en place d'indemnisations de départ excessives...).

³⁸⁷ Si l'on parle, dans les systèmes de gouvernance monistes, de l'existence d'un seul marché du travail externe, cette généralisation ne nous semble pas très appropriée pour les économies se caractérisant par un modèle dual. De fait, dans la mesure où il existe aussi bien des mandataires souhaitant exercer des mandats de direction et que des personnes souhaitant accéder à des postes de contrôle, il nous semble plus utile d'admettre l'existence de deux marchés distincts (marché du travail externe des dirigeants et marché du travail externe des administrateurs). Bien entendu, cette distinction n'exclut pas *a priori* un recoupement possible entre ces marchés, mais tient compte du fait que les mandataires qui y sont présents, ne sont pas nécessairement les mêmes.

Rappelons que l'existence d'un effet de réputation a pu être confirmée aussi bien pour le marché du travail externe des dirigeants (*i. a.* WARNER *et al.*, 1988 ; WEISBACH, 1988 ; GILSON, 1989 ; JENSEN / MURPHY, 1990 ; CONYON *et al.*, 1995 ; PARRINO, 1997 ; ZERBIB *et al.*, 2002 et ALLEMAND, 2008) que pour celui des administrateurs (*i. a.* GILSON, 1990 ; KAPLAN / REISHUS, 1990 ; SHIVDASANI, 1993 ; BRICKLEY *et al.*, 1999 ; COLES / HOI, 2003 ; FERRIS *et al.*, 2003 ; YEO *et al.*, 2003 ; FICH, 2005 ; FICH / WHITE, 2005 ; HARFORD, 2005 ; SRINIVASAN, 2005 et FICH / SHIVDASANI, 2007).³⁸⁸

Au regard de la confirmation d'un rôle disciplinaire positif du (des) marché(s) du travail externe(s), il nous semble donc opportun de déduire que les organes de gouvernance accueillant des mandataires « cumulards » les ont nommés sur la base de leurs expériences en termes de compétences disciplinaires, celles-ci étant approximées par la performance des entreprises dans lesquelles ces mandataires ont déjà assuré des fonctions de responsabilité. Autrement dit, la présence d'un « cumulard » ayant exercé, au fil de sa carrière professionnelle, un nombre important de mandats témoignerait, *ceteris paribus*, de sa réputation.

Concernant le cumul de plusieurs mandats par un administrateur, l'effet de réputation consisterait donc en la récompense du « cumulard » pour l'exercice de ses fonctions *via* l'attribution de davantage de mandats sociaux, l'anticipation étant que sa nomination contribuera à améliorer la discipline et à augmenter la création de valeur. Le « cumulard » craignant, de surcroît, une dégradation de sa réputation en cas d'une mauvaise performance – ce qui se traduirait par moins de mandats futurs et une moindre rémunération –, il est censé s'engager pleinement pour accomplir au mieux les fonctions qui lui ont été attribuées.

Tableau 30 : Les compétences d'un « cumulard » : le cas de Manfred SCHNEIDER

Société				Compétences	
Mandats de direction	Mandats de contrôle	Position	Exercice du mandat de... à ...	managériales	de contrôle
Bayer		MDir	1987-1992	1	
Bayer		PDir	1992-2002	1	
	Allianz	MCS	depuis 1998		1
	Bayer	PCS	depuis 2002		1
	Daimler Benz	MCS	1993-1998		1
	DaimlerChrysler	MCS	depuis 1998		1
	Linde	MCS	2001-2003		1
	Linde	PCS	depuis 2003		1
	Metro	MCS	depuis 1996		1
	RWE	MCS	depuis 2001		1
	TUI	MCS	depuis 2002		1
Total des compétences (vu de l'année 2005):				2	9

Source : nos propres recherches ; PDir = Président du directoire ; MDir = Membre du directoire ; PCS = Président du conseil de surveillance ; MCS = Membres du conseil de surveillance

³⁸⁸ Pour une synthèse du fonctionnement du marché *managérial* et des travaux empiriques testant son efficacité, cf. notamment PIGÉ (1996) et ALLEMAND (2008).

Afin d'illustrer l'idée du levier de réputation, nous avons reconsidéré le « cumulard » choisi dans l'exemple précédent, M. Manfred SCHNEIDER, pour lequel nous avons repéré l'ensemble de ses compétences professionnelles (tableau 30). Comme l'indique le tableau ci-dessus, nous avons pu identifier, pour cet administrateur, une carrière professionnelle importante comprenant, à la fin de l'année 2005, l'exercice de deux mandats de direction ainsi que de neuf mandats de contrôle. Si les compétences *managériales* de M. SCHNEIDER se limitent à une seule entreprise – même s'il s'agit, ici, de l'une des sociétés chimiques et pharmaceutiques les plus importantes en Allemagne –, il dispose de beaucoup d'expériences au niveau de la surveillance d'équipes dirigeantes de grands groupes industriels et financiers du premier indice boursier allemand. Au total, cet administrateur se caractérise donc par un vaste portefeuille de compétences professionnelles, consistant en onze activités différentes.

Lorsqu'on admet l'existence d'un marché du travail externe efficace des états-majors, les postes cumulés par M. SCHNEIDER – et, plus particulièrement, les plus récents –, devraient refléter la récompense pour l'exercice, jugé efficace, de ses fonctions antérieures, et donc témoigner de sa réputation personnelle en tant que « mandataire efficace ». De surcroît, les sociétés ayant nommé cet administrateur devraient *a priori* se caractériser par des performances comparativement meilleures que les entreprises sans « cumulards ».

Au regard de l'effet supposé contraignant du (des) marché(s) du travail externe(s) des états-majors, nous admettons donc l'existence d'une relation positive entre le nombre total de mandats sociaux, exercés par les administrateurs « cumulards » d'un conseil d'administration tout au long de leur carrière professionnelle, et la création de valeur (hypothèse H₂).³⁸⁹

H₂

Plus le total des mandats sociaux exercés par les administrateurs multimandats durant leur carrière professionnelle est élevé, plus la discipline au sein du conseil d'administration se renforce, et plus la création de valeur s'améliore.

Néanmoins, se pose, ici, le même problème que pour notre hypothèse de recherche H₁. Compte tenu du fait que cette mesure comprend à la fois des mandats de direction et de contrôle, nous risquons d'aboutir à des conclusions biaisées. De fait, si l'analyse empirique confirmait, par exemple, un impact positif du cumul de compétences par les administrateurs multimandats, il n'est pas garanti que cela permette d'aboutir à des conclusions pertinentes.

³⁸⁹ Compte tenu des difficultés – notamment face à une comparaison des systèmes de gouvernance français et allemand – de clairement trancher entre le marché du travail externe des dirigeants et celui des administrateurs, nous parlerons ici de mandataires sociaux par lesquels nous entendons tant les administrateurs à fonctions exécutives que les administrateurs « ordinaires ». En conséquence, les deux marchés du travail susnommés seront conjointement abordés.

Concrètement, plusieurs explications de ce résultat seraient *a priori* possibles :

- un impact positif des compétences *managériales* sur la création de valeur, qui est accompagné par une influence positive des compétences de contrôle ;
- un impact négatif des compétences *managériales*, qui se voit surcompensé par l'effet disciplinaire positif du cumul de compétences de contrôle, ou encore ;
- un impact positif des compétences *managériales*, qui dépasse l'incidence réductrice du cumul de mandats de contrôle sur la discipline au conseil.

En d'autres termes, il ne nous semble pas inutile de distinguer les compétences respectives en termes de contrôle, pour une grande partie développées lors de l'exercice de mandats d'administrateurs antérieurs, de l'expérience dont les administrateurs multimandats disposent grâce à des occupations antérieures de postes *managériaux*.

Pour ce qui est de ces derniers, nous attendons un impact négatif sur la discipline. En effet, les compétences développées lors de l'exercice des mandats *managériaux* ne coïncidant pas nécessairement à celles cumulées par un mandataire sans fonctions exécutives, une présence, dans l'organe de contrôle, de « cumulards » se caractérisant par d'importantes expériences *managériales* risque d'aboutir – en raison d'une moindre connaissance des leviers de contrôle – à une surveillance moins efficace du *management*, se traduisant par une plus faible création de valeur. Dès lors, nous proposons l'hypothèse de recherche suivante (hypothèse H_{2a}).

H_{2a}

Plus le total des mandats de direction exercés par les administrateurs multimandats durant leur carrière professionnelle est élevé, plus la discipline au sein du conseil d'administration diminue, et plus la création de valeur se détériore.

En revanche, nous supposons que la présence de « cumulards » ayant occupé, au cours de leur carrière professionnelle, un nombre important de postes de contrôle, renforce le niveau de discipline et s'avère favorable à la performance (hypothèse H_{2b}). Ici, l'argument-clé réside dans l'anticipation d'une meilleure « familiarité » avec les fonctions de contrôle, le déroulement des réunions de conseil et, le cas échéant, le travail au sein des comités consultatifs spécialisés. Autrement dit, les vieux « routiers » sont donc supposés mieux maîtriser la surveillance du travail d'un garagiste qu'un conducteur de locomotive n'utilisant qu'occasionnellement sa voiture et ne connaissant que peu les finesses techniques de ce métier.

H_{2b}

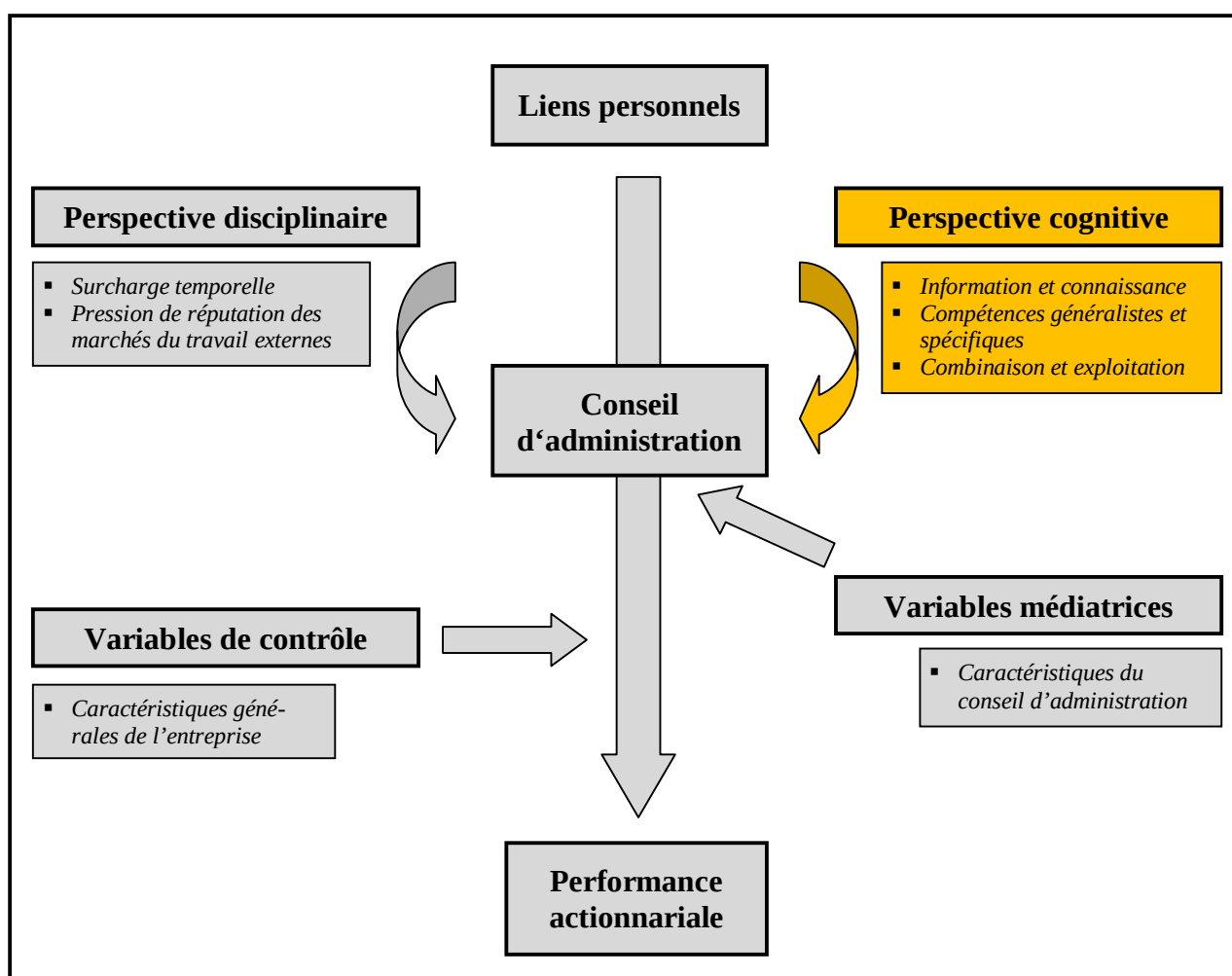
Plus le total des mandats de contrôle exercés par les administrateurs multimandats pendant leur carrière professionnelle est élevé, plus la discipline au sein du conseil d'administration se renforce, et plus la création de valeur en profite.

Section 3 : Les voies d'intervention cognitive

Si les voies d'intervention disciplinaire permettent d'étudier l'effet des liens interconseils sur l'efficacité de l'organe de contrôle concernant l'accomplissement de sa fonction de surveillance du *management*, les leviers cognitifs se prêtent à mettre en évidence l'impact du cumul de mandats sur la capacité du conseil d'administration à conseiller l'équipe dirigeante au niveau de l'élaboration de la stratégie de l'entreprise.

Tandis que l'accent de la première vision est mis sur une amélioration de la discipline au sein de l'organe de contrôle afin d'augmenter par-là la création de valeur, la vision cognitive, quant à elle, cherche à atteindre cet objectif à travers l'apprentissage organisationnel basé sur une combinaison d'informations et de connaissances disponibles avec les compétences individuelles des administrateurs multimandats, et leur exploitation (figure 22).

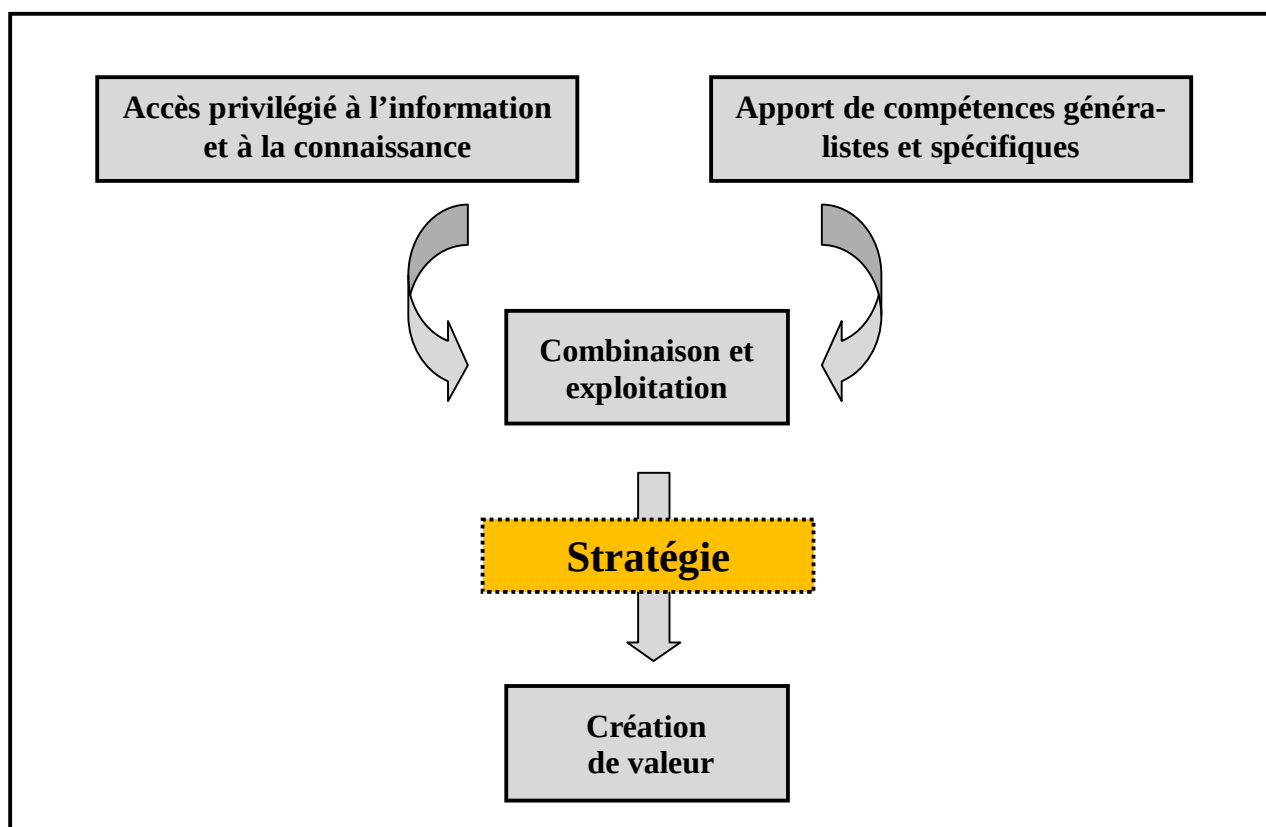
Figure 22 : Modèle de recherche global proposé – la perspective cognitive



Source : notre modèle de recherche

Pour étudier au mieux le potentiel de création de valeur des liens interconseils à partir d'une vision cognitive, nous proposons trois étapes distinctes (figure 23). La première étape présente l'accès « privilégié » des administrateurs multimandats à l'information et à la connaissance externe de par l'exercice de mandats supplémentaires dans d'autres firmes. La seconde étape cherche à identifier l'apport de compétences généralistes et spécifiques, venant de ce type d'administrateur. Enfin, la troisième étape, qui repose sur les deux précédentes, vise à modéliser la combinaison des données « récoltées » avec les compétences individuelles des « cumulards » afin de créer des compétences collectives uniques, susceptibles de contribuer à l'élaboration de la stratégie de la firme en vue d'augmenter la création de richesse.

Figure 23 : Les trois étapes de la perspective cognitive



Source : notre modèle de recherche

Les sous-sections suivantes auront donc pour finalité – *via* les trois étapes esquissées – d'étudier l'incidence cognitive des liens sur la contribution du conseil d'administration à la création de valeur. À ce titre, nous développerons des arguments permettant de vérifier l'accès des « cumulards » à l'information et à la connaissance (sous-section 3.1), présenterons ensuite des hypothèses visant à tester l'apport de compétences de ce type de mandataire (sous-section 3.2), et terminerons en proposant des éléments permettant d'expliquer la combinaison de ces données et leur transformation en compétences collectives (sous-section 3.3).

3.1 L'accès privilégié à l'information et à la connaissance

L'argument principal de la perspective cognitive étant la création de compétences individuelles et collectives lors des réunions du conseil d'administration en vue de mieux repérer de nouvelles opportunités d'investissement et de soutenir l'équipe dirigeante dans ses réflexions stratégiques, il est évident que l'accès des administrateurs à des connaissances susceptibles de déterminer la qualité du soutien proposé au *management*, représente un enjeu important.³⁹⁰

Selon les travaux menés en sociologie sur le rôle des liens interconseils, ces derniers semblent constituer – notamment en raison des informations de première qualité et des connaissances spécifiques fournies relatives à la stratégie appliquée et à l'environnement économique des entreprises connectées – l'un des principaux leviers mobilisés par les mandataires « cumulards » pour s'informer (MINTZBERG, 1975 ; USEEM, 1984, pp. 45-48 ; LORSCH / MacIVER, 1989, pp. 23-35 ; MIZRUCHI, 1996).³⁹¹ S'agissant de sujets et de thèmes discutés aux niveaux les plus élevés de l'entreprise – à savoir, dans les organes de gouvernance – il nous semble judicieux de parler d'un accès « privilégié » aux connaissances.³⁹² De fait, la probabilité d'obtenir des renseignements d'une qualité, d'une rapidité et d'une crédibilité comparables à travers d'autres sources d'information étant très faible, les liens interconseils représentent un moyen très avantageux pour approvisionner les mandataires sociaux en informations et connaissances cruciales sur la situation du monde des entreprises. Ajoutons que cet atout des liens interconseils est, par ailleurs, explicitement confirmé par les « cumulards ».³⁹³

³⁹⁰ Rappelons que nous entendons ici par « connaissances » le terme généralement utilisé dans l'approche « *knowledge-based view* ». Il s'agit donc d'une notion à caractère dynamique, regroupant tant l'information à un moment donné, que les pratiques développées sur la base de ces informations.

³⁹¹ Précisons que si l'accès aux informations et connaissances ne constitue pas une nouveauté – en effet, on en parle déjà bien avant dans l'approche de la dépendance envers les ressources – cet aspect est considéré désormais non pas comme un *output* secondaire d'une firme visant, par exemple, à gagner le contrôle sur une autre, mais comme un facteur justifiant l'existence de liens indépendamment d'éventuelles stratégies de domination.

³⁹² Cf. USEEM (1984, p. 46) : « *Few experiences, according to both British and American executives, were more useful for current intelligence on domestic corporate practices and the business environment than service on the board of directors of another corporation. Learning about practices and experiences of another large company, and hearing about the policies of still other companies from other outside directors, proves invaluable according to virtually all those directors (those serving on two or more major boards) with whom interviews were held* ».

³⁹³ Cf. les commentaires de « cumulards » interrogés, cités par USEEM (1984, pp. 47-48) : « *Constantly, one gets alerted to problems that the company whose board you may be attending had in a particular area. As to the possible application, it's useful to get some information of use to one's own company. There are prompts, there are alerts that go through one's mind* », « *I think the most important benefits of serving on the [outside] board are input you get from the board and from the other board members as well as the CEO [...] of the board you serve on. And the manner in which the corporation addresses similar policy making areas versus the way you address them in your own company [...] you are getting a significant, valuable, diverse opinion on very timely subject matter which can help you make better judgments in your own business* » ou encore « *If you want to just bottomline it, it's a hell of a tool for top management education* » et LORSCH / MacIVER (1989, p. 27) : « *Serving on a board is a way of seeing how somebody else is doing the same thing you're doing* » ou « *[...] you learn so much about situations that you, in turn, become faced with. I can give you a long list of situations I've handled better through them or seen them or thought them through elsewhere as an outside board member* ».

L'exercice de plusieurs mandats présente l'avantage de pouvoir mieux scanner l'environnement et d'obtenir des informations et des connaissances que le « cumulard » peut utiliser, en cas de besoin, pour modifier la gestion de sa firme d'origine. Ainsi, DAVIS (1991) et DAVIS / GREVE (1997) montrent que les liens interconseils peuvent conduire les firmes liées à imiter certaines mesures de défense contre des tentatives d'achats hostiles telles que les pilules empoisonnées ou les parachutes dorées. HAUNSCHILD (1993) constate un comportement d'imitation au niveau des activités de fusions et acquisitions entre firmes connectées. GALASKIEWICZ / WASSERMAN (1989) observent des dons plus importantes aux organisations à but non lucratif si celles-ci viennent d'obtenir des fonds par une firme dont les dirigeants font partie du même réseau que les *managers* du « donateur », confirmant l'existence d'un effet mimétique. Selon PALMER *et al.* (1993), les réseaux d'administrateurs peuvent faciliter la réorganisation de processus internes par l'adaptation de structures déjà appliquées chez les entreprises liées via l'organe de contrôle. HAUNSCHILD (1994) montre que les primes d'acquisitions payées par une entreprise s'alignent sur celles versées par les sociétés interconnectées. CARPENTER / WESTPHAL (2001) trouvent de même que l'exercice de mandats externes permet d'obtenir des connaissances stratégiques, susceptibles de modifier la gestion des firmes mandatant le « cumulard ». D'après WESTPHAL / FREDRICKSON (2001), la nomination d'un *CEO* est conditionnée par les expériences stratégiques antérieures des administrateurs, la longévité de ces derniers dans leurs firmes d'origine et leur performance étant particulièrement importantes. SHAW / ALEXANDER (2006) montrent, à l'exemple du commerce de détail, l'importance des liens pour le transfert de connaissances spécifiques. En revanche, RUIGROK *et al.* (2006) trouvent une relation négative entre le nombre de liens et l'implication de l'organe de contrôle dans les décisions stratégiques.

Les comportements précités sont généralement expliqués, par la littérature, au travers de deux concepts : le mimétisme et l'encastrement social. Selon le premier, l'application de nouvelles stratégies ou d'innovation peut s'expliquer en partie par la propension des acteurs à imiter leur entourage (DiMAGGIO / POWELL, 1983 ; GALASKIEWICZ / WASSERMAN, 1989). Quant à l'encastrement social, il part du principe que les relations entretenues par un acteur avec son entourage, influent sur ses décisions (GRANOVETTER, 1985, 1992). Soulignons que l'accès privilégié aux connaissances a des conséquences importantes pour la création de compétences au sein du conseil d'administration. De fait, l'apprentissage individuel et collectif dépendant – outre les capacités cognitives des acteurs – des données disponibles pour le traitement et l'interprétation, la qualité et la pertinence des connaissances déterminent directement le niveau des compétences développées. Lorsque la firme vise à créer des compétences-clés, susceptibles de garantir un avantage comparatif et de créer de la valeur de façon durable, l'accès aux connaissances, notamment de nature économique et stratégique, semble donc primordial. À ce titre, les entreprises disposant de sources de données de première qualité – accessibles grâce au partage d'administrateurs avec d'autres firmes – seraient ainsi *a priori* favorisées.

Pour illustrer ce point, reprenons notre exemple lié au football. Pour améliorer la performance des joueurs et de l'équipe, il convient d'abord – et cela concerne plus particulièrement l'entraîneur en tant qu'animateur de l'apprentissage collectif – de collecter un maximum d'informations et de connaissances (méthodes d'entraînement et styles de jeu pratiqués dans les équipes concurrentes, équipements utilisés, problèmes rencontrés par les joueurs...). Faute de quoi, l'ignorance de connaissances cruciales par l'entraîneur risque de déboucher sur de mauvaises décisions stratégiques, se traduisant *in fine* par une moindre performance de l'équipe. Autrement dit, un entraîneur ne disposant pas de contacts personnels avec d'autres collègues pour échanger et se tenir au courant des récentes évolutions dans le secteur sportif, disposera certainement de moins de connaissances qu'un entraîneur échangeant régulièrement avec ses confrères d'autres clubs. Bien entendu, ceci ne permet pas encore de tirer une conclusion définitive sur les compétences effectivement créées. Seulement, les conditions de départ pour renforcer la performance de l'équipe étant plus difficiles en cas d'absence d'échanges personnels, le risque d'appliquer des méthodes sous-optimales du point de vue du total de connaissances disponibles paraît plus élevé que pour les entraîneurs « enracinés ».

Pour quantifier l'accès aux connaissances, une mesure, souvent utilisée par la sociologie, est possible : la centralité (FREEMAN, 1979 ; MARIOLIS / JONES, 1982 ; FRIEDKIN, 1991 ; WASSERMAN / FAUST, 1994). Cette mesure admet l'existence d'un réseau à forme d'astérisque pour lequel on cherche à identifier l'acteur disposant du plus grand nombre de connexions avec son entourage. Ceci permet de réaliser des analyses testant l'existence d'une relation entre la position d'un acteur dans le réseau et une variable à expliquer. Appliqué à notre modèle, il sera donc question de vérifier si la centralité d'une firme – approximée, ici, par le nombre de sociétés potentiellement accessibles *via* les administrateurs multimandats – conduit à un meilleur apport de connaissances, et donc *in fine*, à une meilleure création de valeur.

Tableau 31 : La présence d'administrateurs « cumulards » et l'accès privilégié à l'information et à la connaissance de firmes choisies

Entreprise	Conseil de surveillance		Nombre de firmes du DAX 30	
	Nombre d'administrateurs*	Présence de «cumulards»	accessibles au total	accessibles par «cumulard»
Bayer	11**	9	19	2,11
ThyssenKrupp	11,92***	10	17	1,70
Linde	8	6	15	2,50
BMW	10	8	9	1,13
Altana	6	2	2	1,00

Source : nos propres recherches ; chiffres datant de fin 2005 ; * = représentants actionnaires ; ** = y compris un président d'honneur ; *** = y compris deux présidents d'honneur, dont l'un quitte le conseil de surveillance fin novembre 2005

Le tableau ci-dessus indique, pour quelques sociétés choisies du DAX 30, l'accès potentiel des « cumulards » aux connaissances (tableau 31). Dans le cas de *Bayer*, par exemple, neuf des 11 administrateurs exercent au moins un autre mandat externe. Au total, ceux-ci lient l'entreprise à 19 autres sociétés, soit un taux de couverture de 67 % relatif au DAX 30. Autrement dit, deux sociétés sur trois accueillent au moins un mandataire qui est parallèlement administrateur chez *Bayer*. Les « cumulards » les plus actifs semblent se réunir chez *Linde*. En effet, le nombre d'entreprises accessibles en moyenne par « cumulard » y est de 2,5, tandis que le total de firmes potentiellement joignables atteint – en raison d'un organe de contrôle de taille inférieure – un niveau moins élevé que chez *Bayer*. Si quatre représentants sur cinq chez *BMW* peuvent être qualifiés de « cumulards », ceux-ci ne permettent, cependant, que de lier le constructeur automobile munichois avec neuf firmes, soit un tiers des sociétés du DAX 30. Comparé à ces trois firmes, le groupe *Altana* paraît plutôt isolé, ses administrateurs multimandats ne disposant que de deux canaux potentiels de transmission de connaissances.

Lorsqu'on admet que la création de compétences dépend de l'accès aux connaissances, la société *Bayer* – comme elle se caractérise par l'organe de contrôle le plus central – aurait donc de meilleures conditions pour en créer. Ses administrateurs multimandats siégeant dans 19 autres sociétés, *Bayer* dispose, en effet, de sources d'informations et de connaissances très nombreuses. Notons que cette richesse en connaissances des personnalités constituant le conseil de surveillance de *Bayer* peut s'avérer hautement bénéfique pour cette entreprise. D'une part, les « cumulards » peuvent apporter de nombreuses informations sur les stratégies poursuivies par d'autres firmes, ainsi que sur leur façon d'appréhender d'éventuels problèmes. D'autre part, ils constituent – grâce à leurs nombreux contacts personnels – une sorte de « pré-alerte » pour le groupe *Bayer*, permettant, le cas échéant, de réagir plus rapidement à des changements de l'environnement économique où à d'autres contraintes. Cet ensemble d'avantages devrait finalement permettre de réaliser un niveau de création de valeur plus élevé.³⁹⁴

Au regard des arguments présentés relatifs à la firme *Bayer*, nous attendons donc une relation positive entre le nombre d'entreprises accessibles par les administrateurs multimandats d'une firme – potentiellement fournisseurs d'informations et de connaissances grâce à leur présence dans d'autres conseils – et sa performance financière (hypothèse H₃).

H₃

Plus le nombre de firmes accessibles par les administrateurs multimandats siégeant au sein de l'organe de contrôle est élevé, plus l'approvisionnement en informations et connaissances est important, et plus la création de valeur augmente.

³⁹⁴ Notons que l'accès à l'information peut être également abordé à partir d'une perspective purement disciplinaire. Partant d'une asymétrie d'information entre *managers* et administrateurs, on peut ainsi admettre que la présence de « cumulards » permet – puisqu'ils disposent de meilleures compétences en termes de contrôle – de mieux discipliner l'équipe dirigeante et de créer davantage de valeur. Cf. ici les travaux de RUTHERFORD / BUCHHOLTZ (2007) sur l'apport d'information par les administrateurs indépendants.

Si l'accès des « cumulards » à d'autres firmes semble être un facteur déterminant, il ne constitue, cependant, pas le seul moyen permettant d'effectuer un « *scanning* » du monde économique. Bien au contraire, il existe de nombreuses autres sources d'informations potentiellement exploitables. À ce titre, des forums d'échange économique et / ou politique du type *Bilderberg Group*, *European Roundtable of Industrialists*, *Transatlantic Business Dialogue* ou *World Economic Forum* paraissent jouer un rôle important. Souvent constitués au niveau supranational, ceux-ci permettent aux participants d'échanger et d'obtenir une image précise de l'état du monde des entreprises. De surcroît, ces forums peuvent entraîner chez les participants – tout comme les liens interconseils – des effets d'imitation quant à certaines décisions.³⁹⁵

Néanmoins, il convient de prendre en compte d'éventuels effets de substitution. Constituant des sources d'information « alternatives », ces forums peuvent ainsi, comme le soulignent HAUNSCHILD / BECKMAN (1998), amoindrir l'impact des informations et connaissances apportées à travers les liens interconseils « traditionnelles ».

Lorsqu'on regarde les forums d'échange existants dans le monde économique européen, l'ERT – *European Round Table of Industrialists* – semble être l'un des forums les plus influents (NOLLERT / FIEDLER, 2000 ; NOLLERT, 2005a, pp. 299-306). Fondé en 1983 par l'ancien Vice-président de la Commission Européenne et homme d'affaires belge Étienne DAVIGNON, ainsi que l'ancien CEO de Volvo, Peer GYLLENHAMMAR, ce forum réunit deux fois par an une quarantaine d'états-majors européens (habituellement les premiers dirigeants ou les présidents de conseils d'administration des plus grands groupes industriels et financiers).³⁹⁶ L'ERT s'entend lui-même comme une plate-forme de réflexion, visant à développer des propositions politiques pratiques en vue d'améliorer la compétitivité de l'économie européenne (NOLLERT / FIEDLER, 2000, pp. 194-195).³⁹⁷ Pour y arriver, le forum entretient des contacts intenses avec la sphère politique (*Ibid.*, pp. 198-201). En raison de ce fait et du poids économique des firmes représentées, l'ERT est souvent considéré comme le plus puissant *lobby* patronal qui fait pression sur les institutions communautaires pour améliorer – par la mise en place ou l'adaptation de lois et de règlements – la position concurrentielle des entreprises européennes.³⁹⁸

³⁹⁵ Ainsi, MIZRUCHI (1992) trouve qu'une présence commune de personnalités du monde des affaires dans ce type de forum se traduit également par des dons électoraux similaires.

³⁹⁶ Cf. aussi la présence Internet de l'ERT: <http://www.ert.be> (consulté le 31 mars 2009).

³⁹⁷ Cf. <http://www.ert.be/communications.aspx> (consulté le 31 mars 2009) : « *Drawing on the experience of its Members, ERT identifies important issues related to European competitiveness, analyses critical factors and examines how public policies could facilitate improvements. ERT makes its views known to the political decision-makers at national and European level by means of reports, position papers and face-to-face discussions. At European level, ERT discusses its views with Members of the European Commission, the Council of Ministers and the European Parliament. Every six months ERT strives to meet the Head of the Government that holds the EU Presidency to discuss priorities. At national level, each Member communicates ERT's views to his own national government and parliament, as well as business colleagues and contacts in industrial federations, other opinion-formers and the press. ERT has close contacts with BUSINESSEUROPE, the official representative body of European business and industry vis-à-vis the European institutions* ».

³⁹⁸ Cf. <http://www.europa-digital.de/aktuell/dossier/lobby/ert.shtml> (consulté le 31 mars 2009).

Si les discussions y portent généralement sur des sujets macro-économiques (systèmes d'imposition, d'éducation et de formation continue, lois sur la concurrence, règlements sur les exportations et importations...), ces échanges peuvent, cependant, servir les mandataires y participant. L'un des effets collatéraux étant la construction et l'entretien de cercles de contacts sociaux, ces forums d'échange constituent ainsi une autre source potentiellement mobilisable par un mandataire « cumulard » pour obtenir des informations et des recommandations sur un aspect économique spécifique (HAUNSCHILD / BECKMAN, 1998).³⁹⁹

Pour avoir une idée du rôle de l'ERT en tant que source potentielle d'informations et de connaissances, nous avons repéré, pour l'ensemble des sociétés cotées dans les indices DAX30 et CAC40, les administrateurs multimandats qui sont membres de l'ERT en 2005 (tableau 32). Selon le tableau, le forum d'échange européen est composé de sept représentants de firmes françaises et de six mandataires de sociétés d'outre-Rhin. Autrement dit, 17,5 % et 20 % respectivement des « *Blue Chips* » françaises et allemandes s'y voient directement représentées.⁴⁰⁰ Par ailleurs, s'agissant d'administrateurs multimandats, les sociétés ayant nommé ces derniers peuvent *a priori* également bénéficier des informations et connaissances diffusées par l'ERT. Au total, les « cumulards » français membres de l'ERT permettent ainsi à 17 entreprises – au moins théoriquement – d'avoir recours à ce « cercle d'information ». En Allemagne, le taux de « couverture ERT » atteint un niveau d'environ 47 % (14 groupes).

Tableau 32 : Liste des administrateurs « cumulards » membres de l'ERT en 2005

	France	Allemagne
Administrateurs multimandats étant membres de l'ERT en 2005	Jean-Louis BEFFA (Saint Gobain)	Wulf H. BERNOTAT (E.On)
	Thierry BRETON (France Télécom)	Gerhard CROMME (ThyssenKrupp)
	Bertrand COLLOMB (Lafarge)	Henning KAGERMANN (SAP)
	Thierry DESMAREST (Total)	Klaus KLEINFELD (Siemens)
	Alain JOLY (Air Liquide)	Bernd PISCHETSRIEDER (Volkswagen)
	Gérard MESTRALLET (Suez)	Manfred SCHNEIDER (Bayer)
	Louis SCHWEITZER (Renault)	

Source : notre propre recherche

³⁹⁹ Cf. HAUNSCHILD / BECKMAN (1998, p. 821) : « *Roundtable and council members are also likely to be a source of information about acquisitions. While not created for the purpose of circulating such information, once these contacts are established, they may influence acquisitions activities. Similar to interlock partner information, information from contacts of the roundtable / council represents a credible, trustworthy, low-cost way to get information. Such information need not to be conveyed at roundtable or council meetings. It seems more likely, in fact, that association membership such as these put executives in a circle of contacts that provide information more informally, e.g. in social gatherings and more casual conversations* ».

⁴⁰⁰ À ce titre, cf. également NOLLERT / FIEDLER (2000, pp. 201-207) qui constatent une prise de l'importance de l'ERT en tant que moyen pour interconnecter les firmes au niveau européen.

Compte tenu de l'importance évidente de l'*ERT*, tant dans le monde des affaires que comme point de relais de ce dernier avec le monde de la politique et l'administration publique, il nous semble judicieux de le considérer comme une source, ou au moins comme un point de départ central pour les administrateurs multimandats pour se procurer des « données privilégiées ». Concrètement, l'avantage d'un multimandataire participant à ce forum consisterait donc en l'échange d'informations, de pratiques *managériales* et de connaissances, ainsi qu'en une application possible de ces éléments dans le cadre de la stratégie de son / ses entreprise(s) mandatant(es) en vue d'y créer davantage de valeur. Aussi, ce forum peut jouer le rôle d'un système informel de « pré-alerte » pour les états-majors en cas de difficultés économiques. En conséquence, nous anticipons une relation positive entre la présence de « cumulards » dans l'*ERT* et le niveau de création de valeur réalisé par une entreprise (hypothèse H₄).

H₄

Plus le nombre d'administrateurs multimandats membres de l'*ERT* est élevé, plus l'approvisionnement de l'organe de contrôle en informations et connaissances privilégiées est important, et plus la performance de la firme sera forte.

Si l'accès d'une entreprise à l'information et à la connaissance spécifique est supposé se réaliser, jusqu'ici, soit directement à travers les sociétés liées, soit de façon indirecte *via* la participation à l'*ERT* – ou de façon plus indirecte encore, par la mise en place d'un contact personnel à travers les réunions de l'*ERT* –, il convient de ne pas négliger le fait que les administrateurs multimandats font souvent parallèlement partie d'autres organisations, institutions et associations professionnelles, politiques et culturelles. Ces dernières constituent aussi une source potentielle d'informations et de connaissances dont la firme nommant un administrateur « cumulard » est susceptible de profiter. En raison de leur importance, ces organisations peuvent donc, à notre avis, être considérées comme des sources d'information « alternatives ».

Nous entendons, ici, par sources « alternatives » l'occupation de fonctions professionnelles externes ou la participation à des événements récurrents d'ordre national, permettant à l'administrateur en question d'échanger régulièrement avec d'autres personnalités et d'obtenir par-là des informations et des connaissances. Concrètement, nous regroupons par ce terme :

- l'occupation d'une fonction de professeur honoraire ;
- la détention de titres académiques et administratifs honorifiques (du type professeur ou docteur *honoris causa*, sénateur honorifique...) ;
- la détention de décorations nationales honorifiques telles que l'Ordre de la Légion d'honneur de la République française, l'Ordre du Mérite de la République française ou son équivalent allemand, l'Ordre de Mérite de la République fédérale d'Allemagne (*Verdienstorden der Bundesrepublik Deutschland*).

En ce qui concerne l'occupation d'une fonction de professeur honoraire, elle permet à l'administrateur « cumulard » d'entretenir un contact régulier et intense avec le monde académique, de connaître et de s'informer sur la recherche actuelle, et de l'inclure, le cas échéant, dans la stratégie des sociétés l'ayant mandaté. Le tableau suivant met en lumière l'importance de cet aspect dans le cas de l'Allemagne où 14 administrateurs multimandats occupent parallèlement la fonction de professeur honoraire, dont une bonne partie des « cumulards » dans des établissements d'enseignement supérieur très réputés (tableau 33).

Tableau 33 : Liste des administrateurs « cumulards » allemands occupant en 2005 une fonction de professeur honoraire

	Administrateur multimandats	Entreprise d'origine	Établissement d'enseignement supérieur
Administrateurs multimandats allemands occupant, en 2005, la fonction de professeur honoraire	Paul ACHLEITNER Hans-Olaf HENKEL	Allianz -	WH Koblenz U Mannheim
	Jürgen HUBBERT Henning KAGERMANN	DaimlerChrysler SAP	TU Karlsruhe TU Braunschweig
	Ulrich LEHNER Joachim MILBERG	Henkel BMW	U Münster TU München
	Wolfgang REITZLE Heinz RIESENHUBER	Linde -	TU München U Frankfurt am Main
	Ekkehard SCHULZ Wilhelm SIMSON	ThyssenKrupp E.On	TU Clausthal U München
	Jürgen F. STRUBE Günter VOGELSANG	BASF ThyssenKrupp	HS Speyer U Köln
	Martin WINTERKORN Klaus WUCHERER	Volkswagen Siemens	TU Dresden TU Chemnitz

Source : notre propre recherche ; HS = *Hochschule* ; TU = *Technische Universität* ; U = *Universität* ; WH = *Wissenschaftliche Hochschule*

Ajoutons que la détention de titres académiques et administratifs honorifiques repose *a priori* sur les mêmes arguments que l'exercice d'une fonction de professeur honoraire. Habituellement décernés en raison de mérites pour la recherche académique ou l'administration publique, ces titres peuvent être de même considérés comme un moyen permettant à son porteur d'accéder à de nouvelles sources d'informations et de connaissances.

Enfin, la détention de décorations honorifiques constitue, à notre avis, une autre source d'information non négligeable. Les organismes décernant ce type de « récompense sociale » se réunissant généralement très régulièrement, ils permettent aux administrateurs multimandats – tout comme les deux fonctions que nous venons de présenter – d'échanger sur les sujets économiques d'actualité et de « scanner » ainsi l'environnement des entreprises. Ceci constitue un atout considérable qui peut s'avérer bénéfique lors des discussions concernant la mise en place de stratégies dans les entreprises que ces mandataires sociaux représentent.

Pour résumer nos développements précédents, nous attendons donc que l'accès d'un administrateur multimandats à des sources d'informations « alternatives » telles que les fonctions académiques honoraires ou des décorations, s'avère bénéfique pour l'entreprise le mandant et conduise cette dernière à créer davantage de valeur (hypothèse H₅).

H₅	Plus le nombre d'administrateurs multimandats occupant une fonction académique honoraire ou détenant des décorations nationales ou académiques honorifiques est élevé, plus l'approvisionnement de l'organe de contrôle en informations et connaissances est important, et plus la création de valeur est forte.

Notre étude empirico-comparative visant, outre l'analyse d'un échantillon transfrontalier, à tester également les deux sous-échantillons nationaux, l'importance différente des fonctions académiques honoraires et des décorations honorifiques que l'on peut constater de part et d'autre du Rhin exige nécessairement une démarche qui en tient compte. En conséquence, nous inclurons, dans chacun des sous-échantillons, uniquement les sources d'information « alternatives » dont nous présumons une influence effective sur la création de valeur.

Dans le cas du réseau d'administrateurs dans l'Hexagone, nous testerons ainsi seulement l'éventuelle incidence d'une présence des « cumulards » portant une décoration de la Légion d'honneur de la République française (hypothèse H_{5a}) ou de l'Ordre national du Mérite de la République française (hypothèse H_{5b}). Au niveau de l'Allemagne, nous nous limiterons à tester l'effet de deux variables : la présence d'administrateurs multimandats porteurs d'un titre académique honorifique (hypothèse H_{5c}) ou qui possèdent des décorations de l'Ordre national du Mérite de la République fédérale d'Allemagne (hypothèse H_{5d}).

H_{5a}	Plus le nombre d'administrateurs « cumulards » détenant une décoration de la Légion d'honneur de la République française est important, plus le niveau de compétences généralistes est élevé, et plus la création de valeur augmente.
H_{5b}	Plus le nombre de « cumulards » détenant une décoration de l'Ordre national du Mérite de la République française est important, plus le niveau de compétences généralistes est élevé, et plus la création de valeur augmente.
H_{5c}	Plus le nombre d'administrateurs « cumulards » possédant un titre académique honorifique est important, plus le niveau de compétences généralistes est élevé, et plus la performance de l'entreprise augmente.
H_{5d}	Plus le nombre d'administrateurs « cumulards » porteurs d'une décoration de l'Ordre national du Mérite de la République fédérale d'Allemagne est important, plus le niveau de compétences généralistes est élevé, et plus la performance de l'entreprise augmente.

3.2 L'apport de compétences généralistes et spécifiques

Si le développement de compétences collectives susceptibles d'améliorer durablement la création de valeur nécessite l'accès des acteurs aux informations et connaissances, il paraît évident qu'un tel accès, à lui-seul, ne suffit pas pour atteindre cet objectif. Encore faut-il que ces personnes soient capables de transformer les informations et connaissances respectives en compétences exploitables. De manière caricaturale, on serait ainsi tenté de résumer : disposer de connaissances-clés, mais ne pas savoir les utiliser revient au même que d'être amené à créer des compétences spécifiques sans avoir accès aux moindres connaissances.

Appliqué au phénomène du cumul de mandats, cela signifie que l'existence de canaux potentiellement exploitables n'aboutit pas nécessairement toujours à l'amélioration des compétences et connaissances. Autrement dit, le fait d'accueillir, au sein de l'organe de contrôle, des mandataires sociaux occupant d'autres fonctions externes – bien que cela permette à l'entreprise d'avoir accès à davantage de sources d'informations – ne va pas automatiquement de pair avec une amélioration des capacités cognitives des administrateurs. Dès lors, l'analyse de la création de valeur nécessite – outre ces facteurs certes importants, mais non suffisants – une prise en considération d'autres éléments également susceptibles d'influer sur la performance.

Afin d'aboutir à une analyse pertinente de l'effet des liens interconseils sur la création de valeur de l'entreprise, la sous-section suivante mettra en lumière les facteurs que nous jugeons décisifs pour transformer les informations et connaissances, apportées par les administrateurs multimandats, en compétences exploitables. Concrètement, trois points principaux sont supposés intervenir dans le cadre du levier de compétences :

- l'apport, par les administrateurs multimandats, de compétences généralistes, acquises grâce à la poursuite d'une formation dans un établissement d'enseignement supérieur réputé ou par la réalisation d'un cycle doctoral (sous-section 3.2.1) ;
- l'apport, par les « cumulards », de compétences spécifiques qui sont liées aux caractéristiques de l'entreprise et que les mandataires ont pu développer lors de leur carrière professionnelle dans la société en question (sous-section 3.2.2) ;
- la combinaison et l'exploitation des informations et connaissances respectivement récoltées *via* le partage d'administrateurs communs, avec les compétences généralistes et spécifiques développées par ces derniers, en vue d'en construire des compétences collectives uniques permettant à l'entreprise de créer durablement davantage de valeur (sous-section 3.3).

3.2.1 L'apport de compétences généralistes

Au regard de la nature des postes occupés par les administrateurs multimandats, il nous semble judicieux d'admettre que l'accès à ces fonctions demande – outre d'éventuelles conditions sociostratégiques telles que l'encastrement social ou l'appartenance à un cercle de pouvoir particulier – un niveau élevé de compétences généralistes, permettant d'appréhender une grande diversité de questions au sein de firmes, parfois très hétérogènes.⁴⁰¹ Cette hypothèse repose sur l'idée de l'existence d'une relation positive entre les niveaux d'éducation et de compétences, un parcours de formation de grande qualité étant supposé conduire au développement de meilleures compétences individuelles (THOMAS *et al.*, 1991). Autrement dit, le niveau d'éducation d'une personne est censé refléter l'éventail de ses capacités cognitives individuelles (SCHRODER *et al.*, 1967 ; HITT / TYLER, 1991). Précisons que les « capacités cognitives » comprennent, ici, les aptitudes intellectuelles à percevoir, à traiter et à gérer l'information, à la combiner pour en créer de nouvelles connaissances, mais aussi l'ouverture d'esprit et la culture sociale. *Ergo*, ces capacités représentent un élément-clé pour l'évaluation du capital humain.

L'inventaire de la littérature sociologique et stratégique montre que l'hypothèse d'un lien positif entre les capacités cognitives et le niveau de compétences fait, depuis longtemps, l'objet de nombreux travaux empiriques. Ainsi, BECKER (1970) et ROGERS / SHOEMAKER (1971) montrent que la vitesse de diffusion de nouvelles pratiques dépend positivement de l'accès des personnes à des sources d'information scientifiques, mais aussi de leur niveau d'éducation et de leur ouverture d'esprit. KIMBERLY / EVANISKO (1981) confirment ces résultats, trouvant tant pour le niveau d'éducation que pour le degré de « cosmopolitisme » de cadres supérieurs un effet positif sur l'adoption d'innovations dans le secteur médical. Dans le domaine bancaire, BANTEL / JACKSON (1989) identifient le niveau éducatif du *Top Management* comme l'un des facteurs-clés du niveau d'innovation. WIERSEMA / BANTEL (1992) observent une relation de même nature entre le niveau d'éducation des dirigeants et la propension à infléchir la stratégie. WALLY / BAUM (1994) trouvent une relation positive entre le niveau des capacités cognitives des dirigeants et la rapidité des prises de décisions stratégiques. Néanmoins, RAJAGOPALAN / DATTA (1996) montrent à l'exemple du *CEO* que le réel sens de causalité entre les caractéristiques des dirigeants et celles de l'entreprise ne peut pas toujours être clairement identifié.

Si les travaux empiriques appréhendant les élites *managériales* ont connu, les dernières années, une multiplication considérable de leur nombre, ils continuent majoritairement à confirmer le lien supposé entre le niveau d'éducation et la position professionnelle (*i. a.* LEONTARIDI, 1998 ; ELLIOTT, 2000 ; CAPPELLI / HAMORI, 2005 et HARTMANN, 2007).

⁴⁰¹ Pour les effets de l'encastrement social sur l'accès aux postes de haute responsabilité, *cf.* notamment l'analyse européenne récente de HARTMANN (2007).

En France, les travaux de BAUER / BERTIN-MOUROT (1987, pp. 149-155 et 1997, pp. 51-52) et PIGÉ (1993) indiquent un rôle majeur des écoles élitistes dans la formation des cadres accédant aux postes de responsabilités les plus élevés. Ainsi, BAUER / BERTIN-MOUROT (1997, p. 51) observent que 56 % des grands patrons auraient été formés à l'ENA, à Polytechnique ou à HEC, alors que la quote-part des dirigeants ayant passé par une formation universitaire (4 %) est même inférieure à celui des diplômés étrangers (6 %). L'image d'une place prédominante des établissements élitistes a également pu être confirmée pour les sociétés du noyau dur (*Ibid.*, pp. 78-80). Ces chiffres sont globalement confirmés par l'étude sur une longue période (1966-1990) de PIGÉ (1996) portant sur 558 sociétés cotées, avec tout de même la réserve que l'importance des écoles élitistes ressort essentiellement dans le cas des plus grandes firmes (y compris publiques), mais moins dans les sociétés de taille inférieure.

NGUYEN-DANG (2006) trouve que 60 % des PDG des grandes sociétés françaises sont diplômés d'une Grande École, l'ENA et l'X atteignant des niveaux importants d'environ 22 % et 29 % respectivement. Contrairement à ces chiffres, BERTRAND *et al.* (2007) observent, pour un échantillon plus large, des pourcentages clairement plus faibles (7 % de PDG Énarques et 11 % de PDG Polytechniciens). Dans une analyse récente du marché *managérial* français, ALLEMAND (2008) montre de même que le phénomène des écoles élitistes semble principalement concerner les plus grandes sociétés. À partir d'un échantillon de 1.007 fiches personnelles d'états-majors pour la période 1996-2005, cette étude empirique indique ainsi que 5 % des chefs d'entreprise français sont issus de l'ÉNA et 11 % de l'École Polytechnique, l'université représentant, en revanche, 20 % des dirigeants. L'auteur rejoint ainsi la conclusion de PIGÉ (1996) et NGUYEN-DANG (2006) que la prédominance des écoles élitistes constitue un phénomène affectant principalement les plus grandes entreprises de l'Hexagone.⁴⁰²

Au niveau des travaux empiriques, il convient, toutefois, de préciser qu'une majorité des analyses se préoccupe exclusivement de la formation des dirigeants, tandis que la formation des administrateurs n'est guère abordée. Ceci semble principalement dû au manque d'informations publiquement accessibles sur le parcours éducatif des mandataires, *a fortiori* s'il s'agit d'administrateurs « ordinaires » n'exerçant qu'un seul mandat de contrôle.

Une exception est constituée par l'étude française de NGUYEN-DANG (2006, p. 13) qui confirme l'importance apparente d'une formation élitiste également pour les membres du conseil d'administration. Pour un échantillon regroupant 2.536 semestres de firmes entre la période 1994-2001, cet auteur trouve ainsi que trois administrateurs sur dix en moyenne ont poursuivi une formation dans un établissement d'enseignement supérieur élitiste, ce terme comprenant plusieurs écoles de commerce réputées (HEC, ESCP, ESSEC), ainsi que quelques écoles d'ingénieurs (ENA, École Polytechnique, Écoles des Mines, École des Ponts).

⁴⁰² Cf. à ce titre également HARTMANN (2007, pp. 92-99).

Les travaux portant sur les élites et leur formation en Allemagne montrent une image bien différente de celle qui prévaut en France (HARTMANN, 2007). Ceci semble dû à plusieurs raisons. D'une part, le terme « élite » connaît, depuis l'époque du Troisième Reich, une connotation très négative qui semble avoir conduit à la mise en place de structures paraissant – tout au moins au premier regard – moins élitistes qu'à l'étranger. D'autre part, il n'existait depuis l'après-guerre, sauf rares exceptions, pas d'établissements d'enseignement élitistes.

Les discussions croissantes sur la compétitivité du *Bildungsstandort Deutschland* que l'on pouvait observer depuis les années 90 ont, cependant, conduit à certaines restructurations, faisant ressortir – suite à la mise en place de tests de sélection, de droits d'entrée et de politiques de subventionnement des établissements de recherche les plus performants (*Exzellenzinitiative*) – un certain nombre d'universités que l'on peut qualifier d'élitistes.⁴⁰³

S'agissant de tendances relativement récentes, il convient de considérer les conditions éducatives clés ayant déterminé, au cours des dernières décennies, le recrutement des états-majors allemands. À ce titre, le doctorat semble jouer un rôle comparable aux écoles élitistes françaises. En effet, le titre de docteur paraît être la carte d'entrée pour accéder aux postes de responsabilité outre-Rhin (FAZ, 2005 ; MANAGERMAGAZIN, 2005).⁴⁰⁴

Nos recherches sur le parcours des élites du monde des affaires confirment cela, indiquant qu'un dirigeant sur deux environ a poursuivi, par le passé, des études doctorales (tableau 34). Concernant la formation des administrateurs représentant des actionnaires, les chiffres atteignent des niveaux similaires. Par ailleurs, la quote-part des docteurs augmente encore au niveau des postes de présidence, que ce soit du directoire ou de l'organe de contrôle.

Tableau 34 : Quote-part des cadres-dirigeants du DAX 30 titulaires d'un doctorat

	Total	dont docteurs	Quote-part
Directoires			
Présidents	30	17	56,7 %
Dirigeants	161	81	50,3 %
Conseils de surveillance			
Présidents	30	18	60,0 %
Administrateurs*	295	147	49,8 %

Source : nos propres recherches, chiffres relevés fin 2005 ; * = représentants des actionnaires

⁴⁰³ Cf. HARTMANN (2007, pp. 77-82) qui nomme, à ce titre, les universités munichoises (*Ludwig-Maximilians-Universität* et *Technische Universität*), les Universités de Karlsruhe, de Heidelberg et de Freiburg, ainsi que la *Rheinisch-Westfälische Technische Hochschule* d'Aix-la-Chapelle.

⁴⁰⁴ Cf. à ce titre également <http://www.rp-online.de/public/article/beruf/arbeitswelt/75184/Begeehrt-Dokortitel-als-Karrierehilfe.html>, consulté le 24 avril 2009.

Si les « conditions éducatives » pour accéder aux postes de haute responsabilité au sein du monde des affaires semblent ainsi être bien différentes de part et d'autre du Rhin, elles se rejoignent, cependant, en un point commun : dans les deux pays, elles reposent principalement sur la poursuite de formations de grande qualité permettant d'acquérir des compétences généralistes. En France, cette « universalité professionnelle » est principalement apportée par les Grandes Écoles, mais aussi – en raison du rattachement de certaines écoles à des universités publiques – par certaines formations universitaires (gestion, droit, sciences de l'ingénieur). En Allemagne, cette « qualification » paraît être principalement acquise par une formation doctorale. L'atout de cette formation réside dans le fait qu'elle permet généralement aux personnes concernées d'accomplir une grande variété de fonctions professionnelles.

Les liens interconseils étant, pour une grande partie, constitués à travers des administrateurs exerçant – ou ayant exercé par le passé – d'importantes fonctions exécutives dans le monde des entreprises, la considération de la formation poursuivie par les administrateurs multimandats nous semble particulièrement intéressante pour obtenir des éléments de réponse permettant d'expliquer les effets de ce type de liens sur la performance (hypothèse H₆).

H₆	Plus le nombre d'administrateurs « cumulards » ayant poursuivi une formation « élitiste » est important, plus le niveau de compétences généralistes dont dispose l'organe de contrôle est élevé et plus la performance de l'entreprise est forte.

Compte tenu des différences entre la nature des formations types des cadres-dirigeants, nous pensons qu'il est judicieux de vérifier de même le rôle de l'aspect formation dans chacune des deux pays. Pour la France, nous testerons l'impact de la présence de « cumulards » ayant poursuivi une formation dans une Grande École sur la création de valeur (hypothèses H_{6a}, H_{6b} et H_{6c}). Quant à l'Allemagne, nous vérifierons l'incidence de la quote-part d'administrateurs multimandats ayant effectué une thèse de doctorat (hypothèse H_{6d}).

H_{6a}	Plus le nombre d'administrateurs « cumulards » ayant poursuivi une formation dans une Grande École est important, plus le niveau de compétences généralistes est élevé et plus la performance de l'entreprise est forte.
H_{6b}	Plus le nombre d'administrateurs multimandats ayant poursuivi une formation à l'ÉNA est important, plus le niveau de compétences généralistes dont dispose l'organe de contrôle est élevé et plus la création de valeur augmente.
H_{6c}	Plus le nombre d'administrateurs « cumulards » ayant poursuivi une formation à l'École Polytechnique est important, plus le niveau de compétences généralistes est élevé et plus la performance de l'entreprise est forte.
H_{6d}	Plus le nombre d'administrateurs « cumulards » ayant effectué un doctorat est important, plus le niveau de compétences généralistes à disposition du conseil de surveillance est élevé et plus la performance de la firme est forte.

3.2.2 L'apport de compétences spécifiques grâce à la présence de dirigeants

Bien que les informations relatives au niveau d'éducation des administrateurs constituent un facteur incontournable pour rendre compte de leur apport de compétences, une focalisation exclusive sur ce point paraît tout de même réductrice. Autrement dit, vouloir expliquer l'effet de compétences des « cumulards » sur la performance par la mobilisation d'une seule variable qui, de surcroît, – vu l'âge moyen des administrateurs – relève d'une période très lointaine semble, sinon osé, tout au moins très simplificateur. Les compétences des mandataires ne reposant, par ailleurs, pas seulement sur leur formation, mais davantage encore sur leurs compétences spécifiques développées au cours de la carrière, une étude détaillée des compétences apportées par ces premiers ne peut se priver de cet élément fédérateur. Développées au fil de l'activité professionnelle, les compétences spécifiques reflètent l'ensemble des capacités individuelles, acquises lors de l'implication du mandataire dans la gestion de l'entreprise (CASTANIAS / HELFAT, 1991). Compte tenu de l'angle de vue particulier de notre travail de recherche – à savoir, le rôle du cumul de mandats – deux catégories d'administrateurs sont particulièrement pertinentes pour approximer le niveau de compétences spécifiques apportées :

- les mandataires faisant parallèlement partie de l'équipe dirigeante de la firme ;
- les anciens membres du *management* qui cumulent plusieurs mandats.

La première catégorie comprend des mandataires internes qui, en raison de la structure organisationnelle moniste adoptée par la firme, siègent tant dans l'équipe dirigeante que dans le conseil d'administration. En France, cela concerne les sociétés ayant opté soit pour un statut moniste à cumul de fonctions, soit pour une forme moniste avec séparation fonctionnelle entre le premier dirigeant et le président du conseil d'administration.⁴⁰⁵

L'avantage de ce type d'administrateur réside dans le fait qu'ils apportent, grâce à leur position actuelle, des compétences spécifiques relevant directement de leur fonction exécutive dans l'entreprise et que leurs compétences peuvent faciliter le recrutement d'administrateurs externes (FAMA / JENSEN, 1983a, pp. 313-315).⁴⁰⁶ Si le rôle des administrateurs internes se voit, depuis longtemps, abordé par la littérature stratégique, la recherche en gouvernance s'est, cependant, souvent focalisée sur les effets disciplinaires de ce type de mandataires sur la création de valeur (BAYSINGER / BUTLER, 1985 ; SINGH / HARIANTO, 1989 ; HERMALIN / WEISBACH, 1991 ; BROWN / MALONEY, 1999 ; DAHYA / McCONNELL, 2005).

⁴⁰⁵ Les administrateurs « cumulards » y occupent habituellement les fonctions de Président-directeur général, d'Administrateur-directeur général (délégué), de Directeur général (délégué) ou d'Administrateur délégué.

⁴⁰⁶ Cf. FAMA / JENSEN (1983a, p. 314) : « Given that the board is to be composed of experts, it is obvious that its most influential members are internal managers since they have valuable specific information about the organization's activities. [...] Internal managers can use their knowledge of the organization to nominate outside board members with relevant complementary knowledge [...] ».

La seconde catégorie regroupe des administrateurs multimandats ayant exercé, par le passé, un mandat exécutif dans l'entreprise en question. Notons que, contrairement à la catégorie précédente, cette seconde classification comprend ainsi bien des mandataires issus de sociétés à structure moniste, que certains originaires de firmes à structure duale.

Une analyse plus détaillée de la composition des organes de gouvernance conduit, de surcroît, à constater que l'entrée d'anciens dirigeants au conseil d'administration ne constitue en aucun cas un phénomène rare. Bien au contraire, cet aspect peut, par exemple, être fréquemment observé au niveau des grandes sociétés allemandes où le passage des dirigeants – après la fin de leur mandat de *management* – dans le conseil de surveillance semble être plutôt la règle que l'exception.⁴⁰⁷ Dans une étude de 214 changements de premiers dirigeants pour la période 1995-2004, BRESSER / THIELE (2008) trouvent ainsi que dans plus de 50 % des sociétés du DAX 30, l'ancien président du directoire continue sa carrière dans le conseil de surveillance de la même société – souvent même en tant que président. Si ce ratio atteint tout de même un niveau de 30 % environ pour un échantillon plus grand, il indique toutefois qu'il semble s'agir d'un phénomène particulièrement récurrent dans les grandes firmes.

Néanmoins, une lecture attentive des travaux montre que deux points importants semblent avoir été délaissés. D'une part, les études portant sur les départs (qu'ils soient forcés ou non) du principal dirigeant ne s'interrogent généralement pas – bien que l'organe de contrôle soit abordé – sur le rôle explicite de son président. Si en France, ceci semble s'expliquer en partie par la dominance d'une structure organisationnelle moniste à cumul de fonctions par le PDG, il n'existe pas non plus, pour les firmes ayant opté pour un autre statut, de travaux empiriques abordant explicitement le rôle du Président du conseil d'administration / de surveillance par rapport à l'éviction du premier dirigeant. D'autre part, force est de constater que la majorité des études s'interrogeant sur les effets des départs de dirigeants, applique un modèle exclusivement disciplinaire. Il s'agit ainsi de savoir si le passage de *managers* à l'organe de contrôle nuit – *via* leur impact sur le niveau de discipline – à la création de richesse. En revanche, les éventuels avantages et coûts cognitifs d'une présence de membres (anciens) du directoire au sein de l'organe de contrôle ne sont généralement pas pris en considération.

L'avantage du cadre synthétique de la gouvernance que nous mobiliserons dans ce travail serait alors d'appréhender – *via* l'élargissement des fonctions traditionnelles du conseil d'administration par des aspects cognitifs – la présence de dirigeants (anciens) sous l'angle d'un apport de compétences et d'expériences pour aboutir à une image plus claire du rôle de ce phénomène récurrent relatif au processus de création de valeur d'une entreprise.

⁴⁰⁷ Renvoyant au terme habituellement employé par les firmes concernées, BRESSER / THIELE (2008, p. 176) qualifient ce phénomène par conséquent de « continuité de la direction » (notre traduction).

Concrètement, la présence de (anciens) dirigeants au sein du conseil d'administration d'une entreprise peut se traduire par les avantages et / ou les apports suivants :

- de bonnes connaissances des spécificités de la firme et, en conséquence, un approvisionnement potentiellement meilleur de l'organe de surveillance en informations et en compétences, ce qui peut faciliter les prises de décisions ;
- l'existence de contacts privilégiés (et même réguliers, dans le cas de la présence d'un dirigeant actif) avec l'équipe dirigeante, ce qui peut améliorer l'échange et la communication entre les deux organes de gouvernance et ;
- la possibilité de faciliter le recrutement d'administrateurs externes selon les caractéristiques spécifiques et l'orientation stratégique de l'entreprise.

Outre ces avantages potentiels, la littérature renvoie également à plusieurs points susceptibles de nuire à la création de valeur. Les travaux retenant un cadre juridico-disciplinaire arguent ainsi que le passage du premier dirigeant à la tête du conseil d'administration risque de réduire la discipline au sein de ce dernier de par une attitude trop conciliante des administrateurs face aux évaluations de décisions prises quand le président siégeait encore au *management* (FINKELSTEIN / D'AVENI, 1994 ; DAILY/ DALTON, 1997). De plus, cet aspect semble réduire le risque d'éviction du nouveau dirigeant (BRESSER / THIELE, 2008).⁴⁰⁸ Outre ces points, il convient de prendre en compte les conflits cognitifs que peut entraîner la nomination d'anciens dirigeants à l'organe de contrôle. Ainsi, leur présence peut empêcher le nouveau dirigeant d'infléchir la gestion menée par son prédécesseur (VANCIL, 1987, pp. 249-255). Parallèlement, le nouvel administrateur – *a fortiori* s'il est président du conseil – peut se retrouver face à la nécessité de devoir corriger / critiquer sa propre politique, mise en place auparavant.⁴⁰⁹ Ceci peut, mais ne doit pas forcément, déboucher sur des conflits cognitifs non négligeables, se traduisant par une baisse de l'efficacité et une moindre création de valeur.

En pesant les différents arguments concernant l'incidence de la présence de (anciens) dirigeants au conseil d'administration, nous décidons d'admettre finalement une relation positive entre la présence de ce type de mandataire et la création de valeur (hypothèse H₇).

H₇

La présence au sein du conseil d'administration de mandataires « cumulards » ayant occupé avant ou occupant actuellement des fonctions exécutives au sein de l'équipe dirigeante de l'entreprise, permet de renforcer la création de valeur.

⁴⁰⁸ Cependant, BRESSER / THIELE (2008) ne constatent, indépendamment du fait que l'ancien *Vorstandsvorsitzende* préside ou non le conseil de surveillance, aucune amélioration significative de la performance de la firme dans les deux ans suivant le départ du premier dirigeant.

⁴⁰⁹ Cf. VANCIL (1987, p. 88) : « *Stepping down is common practice because it is the final step in the process of passing the baton. Taking the step, however, is not without psychic cost to the incumbent CEO. [...] 'Being chairman but not CEO is like being a sprig of parsley on a plate of fish.' The new CEO, on the other hand, may also feel some pain. He is ready to get on with his own tenure, and may feel constrained about proposing new initiatives or disposing of past mistakes while his predecessor who was responsible for those sin is still in the room, and, nominally, running the meeting* ».

3.3 La combinaison et l'exploitation des apports des administrateurs multimandats

Si la modélisation des apports d'informations, de connaissances et de compétences des administrateurs multimandats constitue une étape nécessaire pour pouvoir étudier les effets de ce type de mandataires sur la performance, elle n'est, cependant, pas suffisante. Aussi, il convient de s'interroger sur la combinaison et l'exploitation de ces apports, à savoir sur leur transformation en de véritables atouts pour la firme. Autrement dit, il sera question d'analyser comment le capital humain des « cumulards » peut être combiné et exploité afin d'aboutir à la constitution de connaissances et de compétences collectives, permettant de réaliser une création de valeur durable. Pour y parvenir, une appréhension détaillée des aspects suivants s'impose :

- l'importance du capital social pour la création du capital intellectuel ;
- les effets du travail en équipe ;
- les apports cognitifs potentiels des administrateurs multimandats, et ;
- les risques de conflits cognitifs ainsi que leurs conséquences.

Dans la littérature sociologique et stratégique, les liens interconseils sont habituellement considérés comme une ressource faisant partie du capital social des administrateurs. Créé sur la base de relations humaines récurrentes telles que les réunions de conseil, le capital social peut être considéré, selon NAHAPIET / GHOSHAL (1998), comme l'ensemble des ressources potentiellement accessibles par un acteur ou une entité à travers un réseau.⁴¹⁰ Inspirés par les travaux de COLEMAN (1988) et BURT (1992), ces deux auteurs distinguent, dans leur définition du capital social, trois dimensions spécifiques, mais pas nécessairement indépendantes :

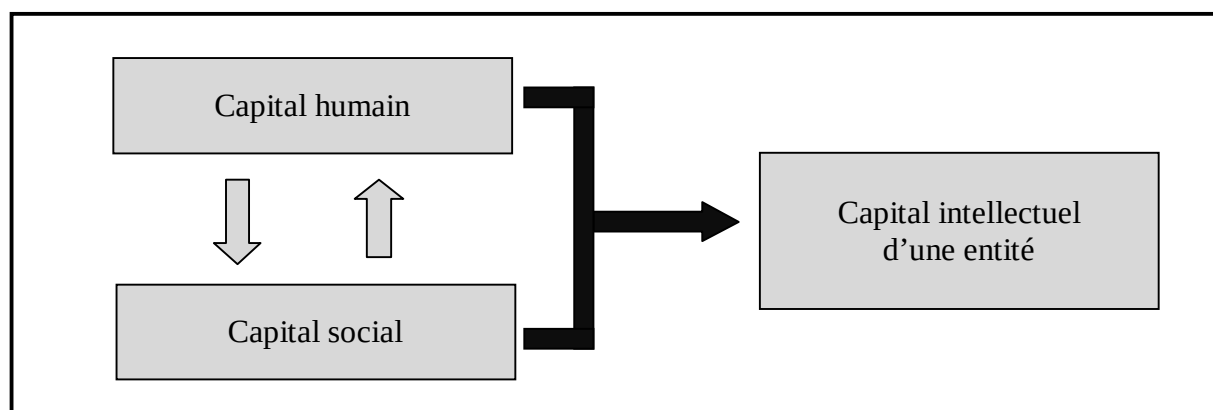
- l'encastrement structurel ;
- l'encastrement relationnel ;
- la dimension cognitive.

L'encastrement structurel décrit la configuration d'un réseau, à savoir la nature des relations qui existent entre les acteurs (BURT, 1992 ; WASSERMAN / FAUST, 1994). Sont généralement appréhendés, à ce titre, des aspects tels que la densité du réseau, la centralité des acteurs ou encore l'existence de hiérarchies au sein du réseau. Par conséquent, ce terme désigne en quelque sorte la « base technique » du capital social. L'encastrement relationnel, quant à lui, renvoie à la qualité des relations et se mesure par des variables comme l'origine sociale, la confiance ou l'amitié (GRANOVETTER, 1985, 1992). Enfin, la dimension cognitive représente les ressources qui permettent aux acteurs de produire des *outputs* cognitifs collectifs, tels qu'une opinion ou une interprétation de situation partagées (CICOUREL, 1979 [1973]).

⁴¹⁰ Cf. NAHAPIET / GHOSHAL (1998, p. 243) : « [...] we [...] define social capital as the sum of the actual and potential resources embedded within, available through, and derived from the network of relationships possessed by an individual or social unit ».

Si le capital social peut revêtir différentes formes, elles se caractérisent, cependant, par deux points communs. D'une part conditionné par la structure sociale environnante, le capital social d'une entité se caractérise par des droits de propriété non exclusifs, mais pourtant « personnalisés », ce qui le rend difficilement transférable (BURT, 1992, pp. 58-59). D'autre part, il facilite les actions et échanges entre individus et conditionne la qualité des coopérations au sein d'une structure relationnelle (COLEMAN, 1990). Par conséquent, un niveau de capital social plus élevé est généralement supposé améliorer l'efficacité au sens allocative de NORTH (1990). De surcroît, le capital social peut être considéré comme un élément permettant d'accroître l'efficacité adaptative (NAHAPIET / GHOSHAL, 1998, p. 245). Cette dernière notion se réfère au rôle du capital social comme moteur de l'apprentissage organisationnel. En effet, comme nous l'avons démontré dans la sous-section précédente, le capital social des administrateurs multimandats peut – *via* le mimétisme et l'encastrement social – influencer la gestion d'une firme et la conduire à développer des pratiques nouvelles ou à modifier sa stratégie poursuivie (PALMER *et al.*, 1993 ; FUKUYAMA, 1995 ; CARPENTER / WESTPHAL, 2001). Précisons qu'il peut s'agir tant d'une imitation des décisions ou applications spécifiques que de l'adaptation des processus sous-jacents ayant conduit à développer ces politiques (WESTPHAL *et al.*, 2001).⁴¹¹

Figure 24 : Les relations entre capital humain, capital social et capital intellectuel



Source : notre propre figure

Pour résumer, la création de connaissances collectives peut ainsi être considérée comme un processus qui combine le capital humain et le capital social (figure 24). Le premier reflète les compétences, aptitudes et capacités acquises par un individu, et qui lui permettent de prendre des décisions nouvelles (COLEMAN, 1988, p. S100). Quant au second, il comprend les ressources (opérationnelles et cognitives) mises à disposition grâce aux relations entre les acteurs.

⁴¹¹ Dans leur article, WESTPHAL *et al.* (2001) distinguent ainsi entre l'imitation de 1^{er} et de 2^e ordre, la priorité étant donnée à la seconde forme. À ce titre, cf. aussi (*Ibid.*, p. 720) : « *Thus, given that most board network ties cross industry boundaries [...], the content of strategic decisions may be less likely to spread through board interlock ties. Board network ties may have a stronger influence on imitation of decision-making processes that determine how firms adapt to their particular environment* ».

Le capital social ne dépend donc pas des acteurs mêmes, mais des structures relationnelles les liant.⁴¹² Il constitue ainsi « l'infrastructure » qui permet aux acteurs de poursuivre leurs objectifs.⁴¹³ Enfin, l'interaction entre les acteurs est censée permettre de transformer leur capital humain individuel – grâce au capital social du réseau – en des connaissances collectives qui sont spécifiques à l'entité. NAHAPIET / GHOSHAL (1998, p. 245) appellent cet *output* « capital intellectuel ».⁴¹⁴ Si les deux formes de capital constituent les conditions nécessaires pour la création de capital intellectuel, elles sont, de surcroît, interdépendantes (COLEMAN, 1988).

Inspirés par le travail de MORAN / GOSHAL (1996), NAHAPIET / GHOSHAL (1998, pp. 247-250) partent du principe que la création de nouvelles ressources – et donc aussi du capital intellectuel – demande impérativement la validité des quatre conditions suivantes :

- la possibilité d'échanger avec d'autrui des ressources existantes et de les combiner pour en créer de nouvelles connaissances et compétences ;
- la conviction des acteurs participants de l'utilité de ce processus ;
- l'existence d'une motivation profonde pour atteindre ladite finalité, et ;
- l'existence d'une réelle capacité à combiner les ressources respectives.

Le premier point renvoie à une condition simple, mais vitale : l'existence d'une possibilité d'échanger des ressources et de les combiner avec d'autres. Ainsi, il semble évident qu'un acteur motivé et persuadé de l'utilité de nouvelles connaissances n'en créera aucune s'il n'a pas accès à d'autres ressources et s'il ne dispose d'aucun moyen pour les combiner avec les siennes. Deuxièmement, les acteurs doivent être convaincus de l'utilité de ce processus et des avantages potentiels. À ce titre, HAMEL (1991) montre que le succès des alliances stratégiques semble notamment dépendre de ce facteur. Outre ces deux aspects, la motivation semble être un facteur nécessaire. Ainsi, QUINN *et al.* (1996) trouvent que la « créativité auto-motivée » des acteurs d'une entité détermine son niveau de création de valeur. SZULANSKI (1996) montre, par ailleurs, qu'un manque de motivation peut freiner, voire même bloquer le transfert de connaissances. Cet auteur indique, de même, que la condition primordiale semble être de disposer d'une réelle capacité à combiner les ressources et à appliquer les connaissances nouvellement créées. Pour résumer, la combinaison de connaissances se déroule donc dans des processus complexes, reposant, pour une grande partie, sur l'encastrement social des ressources sollicitées.

⁴¹² Pour une synthèse de la littérature portant sur le capital social, cf. notamment ADLER / KWON (2002).

⁴¹³ Cf. COLEMAN (1988, p. S98) : « *Unlike other forms of capital, social capital inheres in the structure of relations between actors and among actors* » et (*Ibid.*, p. S101) : « *The value of the concept of social capital lies first in the fact that it identifies certain aspects of social structure by their functions [...] The function identified by the concept of 'social capital' is the value of these aspects of social structure to actors as resources that they can use to achieve their interests* ».

⁴¹⁴ Cf. NAHAPIET / GHOSHAL (1998, p. 245) : « [...] we use the term 'intellectual capital' to refer to the knowledge and knowing capability of a social collectivity, such as an organization, intellectual community, or professional practice ».

Compte tenu des éléments présentés ci-dessus, il semble judicieux de considérer le conseil d'administration également comme une équipe de travail, potentiellement susceptible de créer du capital intellectuel et de l'exploiter en vue d'améliorer la performance de l'entreprise (NICHOLSON / KIEL, 2004). De fait, alors que sa mission centrale consiste à soutenir l'équipe dirigeante en termes stratégiques, il ne s'agit, cependant, pas d'un appui opérationnel, mais d'un soutien exclusivement cognitif. Ceci lui confie une mission explicite de création de connaissances collectives. Par ailleurs, sa nature et son fonctionnement (réunions peu fréquentes, interactions sporadiques...) l'exposent particulièrement au risque de pertes d'efficacité lors des prises de décisions (STEINER, 1972). En conséquence, l'efficacité du conseil d'administration semble aussi être conditionnée par les relations sociales des participants, la qualité de ces dernières étant supposée déterminer des aspects tels que le niveau de l'interaction, le style de l'échange d'informations, les modes de communication ou les émotions (KATZ / KAHN, 1966 ; BUTLER, 1981 ; FORBES / MILLIKEN, 1997, p. 492 ; BRUNDIN / NORDQVIST, 2008 ; KIM / CANNELLA, 2008).

Comme l'indiquent plusieurs travaux, la qualité et la structure des relations sociales sont censées créer de la confiance entre les acteurs liés (GRANOVETTER, 1985, 1992, pp. 41-47 ; GULATI, 1995 ; TSAI / GHOSHAL, 1998).⁴¹⁵ Cependant, il ne s'agit pas d'une relation unilatérale, mais, au contraire, d'un lien réciproque. De fait, la confiance étant parallèlement considérée comme l'un des facteurs déterminant la qualité des interactions, un niveau de confiance plus élevé peut aussi – et cela grâce à des relations basées, par exemple, sur des origines sociales identiques, des formations similaires ou des expériences culturelles communes... – améliorer le processus de décision d'une équipe et contribuer ainsi à augmenter son efficacité.

Cet aspect nous paraît particulièrement intéressant puisqu'il peut être, de même, appliqué au conseil d'administration et, notamment, à l'analyse des liens personnels. Nous étayons notre hypothèse sur les résultats de plusieurs travaux ayant appréhendé le rôle et l'importance des relations sociales au sein du conseil d'administration. Ainsi, WESTPHAL / BEDNAR (2005) montrent que la propension des administrateurs externes à intervenir en cas de mauvaise performance et à critiquer des décisions semble être plus élevée quand ceux-ci sont socialement liés (*via* l'amitié, des formations ou des caractéristiques démographiques similaires...). En revanche, l'absence de ces facteurs semble susciter une « ignorance pluralistique » résultant d'une sous-estimation de la concordance des avis personnel et du groupe face à une situation conflictuelle. L'existence de liens sociaux peut donc rendre les conseils plus réactifs et contribuer à améliorer l'efficacité. Si McDONALD / WESTPHAL (2003) trouvent que le *CEO* tient davantage compte des conseils de mandataires socialement proches en période de mauvaise perfor-

⁴¹⁵ Cf. TSAI / GHOSHAL 1998, p. 465) : « *The structural dimension of social capital, manifesting as social interaction ties, may stimulate trust and perceived trustworthiness, which represent the relational dimension of social capital* ».

mance, ils constatent, cependant, que cela semble nuire à la future création de valeur, vraisemblablement parce que le premier dirigeant semble plutôt chercher un soutien cognitif que des avis objectifs sur la situation. ADAMS / FERREIRA (2007) trouvent que la qualité du conseil, apporté par l'organe de contrôle, dépend de la relation entre le *CEO* et les mandataires. L'approvisionnement de l'organe de contrôle en informations par un *CEO* qui se voit opposé à un conseil majoritairement composé d'administrateurs indépendants serait ainsi moins important que celui d'un conseil qui est composé de davantage de mandataires internes. Dans ce dernier cas, le *CEO* serait plus incité à révéler des informations essentielles. Grâce à cela, le conseil peut davantage intervenir au niveau de la mise en place de la stratégie, ce qui permet d'améliorer la création de valeur. Le raisonnement s'appuierait, ici, donc sur le *trade-off* entre les conséquences des deux principales fonctions du conseil (surveillance vs. apport de conseil). Les résultats de ces auteurs rejoignent ceux d'une étude plus ancienne de GULATI / WEST-PHAL (1999) qui trouvent que l'absence de confiance entre le *CEO* et les administrateurs multimandats peut réduire la probabilité de former des alliances du type *joint venture*.

Si les enjeux cognitifs d'un organe de contrôle composé d'administrateurs multimandats apparaissent ainsi considérables, il convient, cependant, de ne pas négliger les risques liés à une telle constellation. Il s'agit, ici, notamment des conflits cognitifs potentiels qui peuvent émaner en raison de l'asymétrie de connaissances – aussi bien entre dirigeants et administrateurs qu'entre administrateurs « ordinaires » et les administrateurs multimandats – et qui peuvent considérablement influencer la transformation des connaissances individuelles en connaissances collectives.⁴¹⁶ Ladite catégorie de conflit est généralement appréhendée sous la notion de « coût cognitif » (CHARREAUX, 2002a). À partir de ces développements, WIRTZ (2006, p. 195) distingue trois différentes catégories de coûts d'agence cognitifs :

- les coûts de *mentoring*, engagés afin d'aligner le comportement du *management* sur celui des autres parties prenantes afin d'obtenir les ressources nécessaires – dans notre cas, par exemple, les dépenses à effectuer pour satisfaire les attentes des administrateurs multimandats en termes de style de gestion, de réflexion...;
- les coûts de conviction qui servent à convaincre l'ensemble des parties prenantes de l'intérêt justifié et de l'utilité des projets entrepris – ici, par exemple, les dépenses engagées afin de mettre en place une certaine identité d'entreprise, et ;
- le coût cognitif résiduel qui reflète la partie non éliminable des conflits entre les différentes parties prenantes – dans le cas des liens interconseils, par exemple, différents *habitus* de base en raison de différences culturelles.

⁴¹⁶ Notons que dans la vision juridico-financière, il ne s'agit que d'une asymétrie d'information, le caractère dynamique de la vision ne permettant pas d'appréhension explicite de l'aspect de connaissance.

D'après JEHN (1995), l'incidence de conflits cognitifs est déterminée par la nature des tâches dont une équipe est en charge. Ainsi, les conflits venant de travaux de routine compliqueraient le fonctionnement de l'équipe, tandis que les conflits nés lors de l'exercice de responsabilités non routinières, pourraient améliorer la performance du groupe. Toutefois, dans ce dernier cas, la relation ne serait pas linéaire, mais suivrait la forme d'un U. En revanche, l'existence de conflits affectifs nuirait toujours à la performance d'une équipe. L'effet nuisible de ce type de conflits est confirmé par AMASON (1996). Cet auteur montre parallèlement que l'existence de conflits cognitifs peut aboutir à des améliorations de la gestion d'une firme. Cet aspect ressort également d'une étude menée par PHAN / PERIDIS (2000) dans laquelle les auteurs montrent, à partir de l'exemple d'alliances stratégiques, que l'existence d'un niveau non excessif de conflits cognitifs peut améliorer le processus de création de connaissances collectives.

Ces exemples montrent que les conflits cognitifs – à la différence des conflits d'intérêt de la perspective disciplinaire – ne doivent pas forcément être néfastes. Bien au contraire, ce type de conflits peut également apporter de la diversité au niveau de la discussion et du travail d'une équipe et donc une plus grande richesse de solutions disponibles ou concevables. Par conséquent, la présence de grilles cognitives différentes et, à première vue, peu compatibles, peut donc représenter une opportunité de renforcer la création des connaissances.

Sur la base des aspects précités, on peut donc admettre que la présence d'administrateurs multimandats pendant une longue période au sein du conseil d'administration peut conduire à établir davantage de confiance entre les mandataires sociaux et mener, le cas échéant, le premier dirigeant à discuter de façon plus ouverte les questions essentielles de l'entreprise. Cette ouverture peut inciter, à son tour, les administrateurs à échanger davantage avec le *management* et à mener des discussions plus sincères dont l'objectif principal n'est pas de se démarquer comme « contrôleurs sévères », mais comme conseillers des dirigeants, avec pour finalité commune de créer davantage de connaissances et de compétences collectives. Ceci peut se traduire *in fine* par une meilleure création de valeur. Autrement dit, les compétences et connaissances des administrateurs multimandats peuvent être mieux exploitées dans un climat de confiance qui incite les différents partenaires à échanger davantage et de manière plus ouverte. Par conséquent, nous admettons donc que la création de valeur est plus élevée quand les administrateurs multimandats siègent depuis longtemps au sein de l'organe de contrôle (hypothèse H₈).

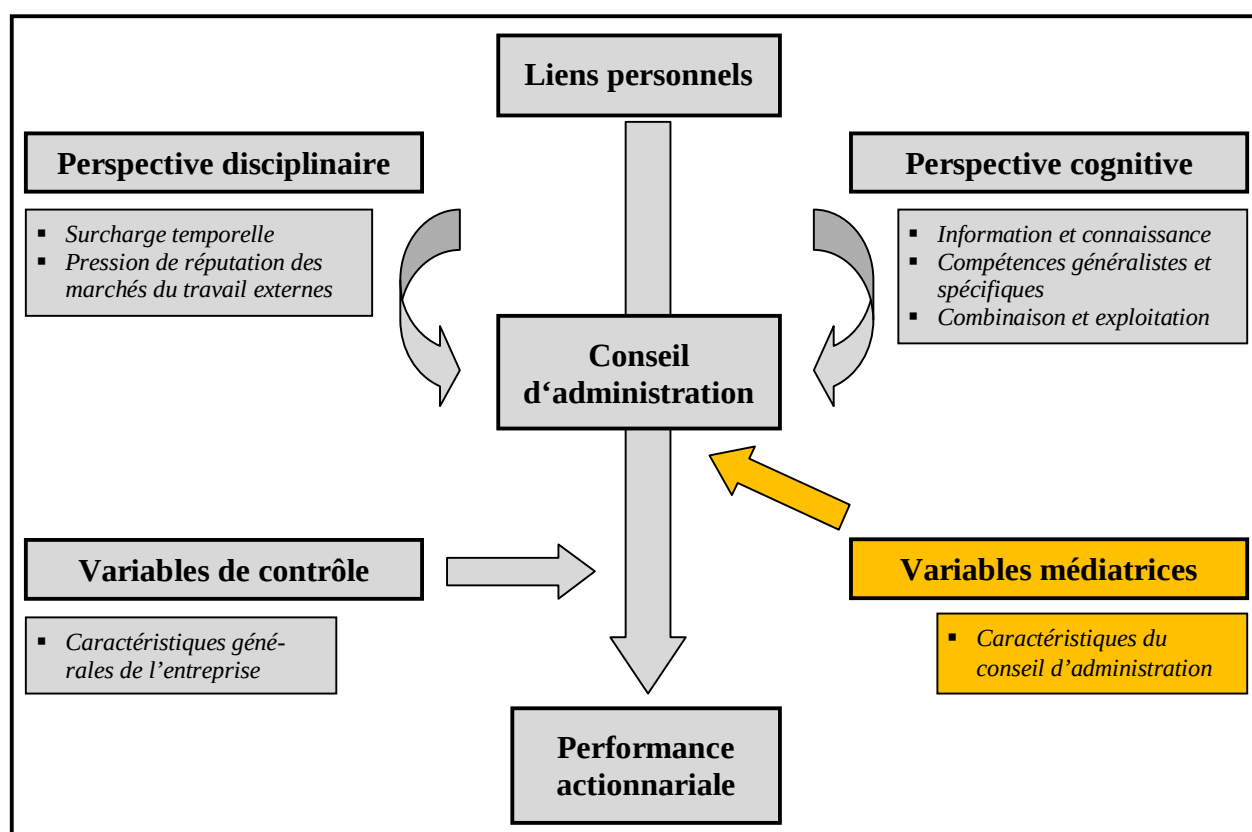
H₈

Plus le nombre d'années de présence commune des administrateurs multimandats au sein de l'organe de contrôle de la firme est élevé, plus les échanges cognitifs sont bénéfiques et plus la création de valeur est importante.

Section 4 : Les déterminants de l'efficacité de l'organe de contrôle au regard des liens personnels : les variables médiatrices

Compte tenu de la complexité des systèmes de gouvernance, qui est due, notamment, à l'existence d'une multitude de mécanismes d'influence et à leurs éventuelles complémentarités ou substituabilités, il est évident qu'une étude approfondie des liens personnels ne peut se priver de considérer l'incidence d'autres aspects sur la création de valeur. Parmi divers facteurs, le conseil d'administration occupe une position centrale. Pour obtenir des réponses plus claires sur le rôle de ce dernier, nous compléterons donc notre modèle par quatre variables médiatrices (figure 25). Celles-ci ont pour objectif d'identifier les facteurs susceptibles de déterminer l'efficacité de l'organe de contrôle, et par-là, l'incidence du cumul de mandats. Bien que les variables médiatrices interviennent dans les schémas de causalité, nous ne développerons pas, ici, d'hypothèses modélisant les nombreuses relations entre liens, mécanismes de gouvernance et performance, mais nous nous limiterons à présenter des hypothèses concernant l'effet global des facteurs de gouvernance sur la création de valeur. En revanche, nous évoquerons le rôle des variables médiatrices lors de l'interprétation des résultats. Seront testés ci-après les effets médiateurs de la taille du conseil (sous-section 4.1), du nombre de réunions (sous-section 4.2), de l'existence de comités (sous-section 4.3) et de l'âge des mandataires (sous-section 4.4).

Figure 25 : Modèle de recherche global proposé – les variables médiatrices



Source : notre propre modèle de recherche

4.1 La taille du conseil d'administration

Si les travaux analysant la composition du conseil d'administration n'ont cessé de se multiplier au cours des vingt dernières années – bien entendu, sans pour autant parvenir à une réponse satisfaisante sur l'incidence du dit aspect –, force est de constater que l'analyse de la taille de l'organe de contrôle paraît beaucoup moins abordée (DALTON *et al.*, 1999). Or, un inventaire de la littérature montre que son impact semble varier selon le cadre théorique mobilisé, et ce *a fortiori* quand il s'agit de conseils constitués de mandataires multimandats.

La littérature sociostratégique révèle plusieurs arguments concernant l'effet supposé de la taille du conseil. Suivant la théorie de la dépendance des ressources, la taille peut être considérée comme une variable *proxy* reflétant l'aptitude de la firme à nouer des relations lui permettant, grâce au « pouvoir » ainsi obtenu, de réduire l'incertitude environnementale (PFEFFER, 1972 ; PFEFFER / SALANCIK, 1978 ; MINTZBERG, 1983 ; GOODSTEIN *et al.*, 1994). Lorsqu'on applique cette argumentation aux liens personnels, un conseil de grande taille, composé de « cumulards », serait ainsi à même d'offrir un meilleur potentiel de création de liens externes et, par conséquent, devrait davantage contribuer à la création de valeur.

Dans le courant « compétences », la vision concernant l'effet de la taille de l'organe de contrôle sur la performance ne semble pas si claire. D'une part, les conseils de taille plus grande se caractérisent par l'atout de pouvoir mobiliser davantage de connaissances et de compétences, cette diversité pouvant conduire à une plus grande variété de discussion et la construction de stratégies alternatives (JOHNSON *et al.*, 1996. DALTON *et al.*, 1999). D'autre part, cette richesse peut, cependant, susciter des conflits cognitifs, pouvant se traduire par la méfiance ainsi qu'une baisse de la motivation et de la cohésion des mandataires (AMASON / SAPIENZA, 1997 ; FORBES / MILLIKEN, 1999, p. 499). Pour aboutir à un renforcement de la performance, les avantages esquissés devraient donc dépasser les coûts cognitifs émergeant d'une confrontation de schémas mentaux (trop) différents. Enfin, la coordination même de ces compétences semble plus difficile à réaliser dans un grand conseil, entraînant éventuellement un comportement de « passager clandestin » de certains mandataires (GOLDEN / ZAJAC, 2001).

La vision juridico-disciplinaire présente, elle aussi, plusieurs interprétations. De façon générale, la taille de l'organe de contrôle peut être considérée comme la résultante d'un *trade-off* entre les bénéfices potentiels et les coûts disciplinaires engendrés (BOONE *et al.*, 2007). À ce titre, un conseil trop large est généralement censé freiner la création de valeur en raison d'un

plus faible engagement de l'administrateur individuel et d'une coordination plus difficile des mandataires (LIPTON / LORSCH, 1992 ; JENSEN, 1993).⁴¹⁷ Ce risque d'une baisse de la discipline peut être renforcé dans les sociétés appliquant un modèle de cogestion, cette dernière pouvant conduire à une fragmentation des intérêts dont le *management* peut chercher à tirer profit. Néanmoins, cette vision n'exclut pas nécessairement une interprétation positive puisqu'on peut attribuer à l'aspect « taille » un effet disciplinaire dans la mesure où les dirigeants doivent présenter et justifier leurs décisions devant un public plus nombreux.

À partir de ces arguments, on peut admettre que l'effet supposé négatif de la taille devrait se renforcer en cas de présence de « cumulards », l'argumentation étant que la surcharge temporelle de ces derniers conduirait à réduire davantage la surveillance exercée, ce qui aboutirait à une dégradation de la performance. En revanche, lorsque la seconde argumentation est retenue, la présence de « cumulards » dans un conseil de grande taille peut aussi renforcer la discipline, la logique sous-jacente étant que la nomination d'administrateurs expérimentés et capables de détecter les « dérives » du *management* contraint ce dernier à agir dans les intérêts des actionnaires, ce qui peut se traduire par une réduction des coûts d'agence.

Si la vision négative domine les analyses théoriques, les travaux empiriques restent, indépendamment du cadre théorique retenu, peu concluants, faisant ressortir tant des relations négatives (YERMACK, 1996 ; CONYON / PECK, 1998 ; EISENBERG *et al.*, 1998 ; BROWN / MALONEY, 1999 ; PICHARD-STAMFORD, 2000 ; VAFEAS, 2000 ; MAK / KUSNADI, 2005 ; AHMED *et al.*, 2006 ; LINCK *et al.*, 2008) que neutres (BHAGAT / BLACK, 2000 ; GODARD, 2002 ; SCHNAKE / WILLIAMS, 2008), voir positives (CHAGANTI *et al.*, 1985 ; JUDGE / ZEITHAML, 1992 ; PEARCE / ZAHRA, 1992 ; KINI *et al.*, 1995 ; DALTON *et al.*, 1999) entre la taille de l'organe de contrôle et la performance de la firme. Ajoutons que, récemment, COLES *et al.* (2008) trouvent même une relation en forme de U entre ces variables.

Compte tenu des explications théoriques qui laissent plutôt présager une baisse de la discipline au fur et à mesure que la taille de l'organe de contrôle augmente, et au vu de résultats empiriques qui sont majoritairement négatifs, nous attendons une influence négative de la taille du conseil d'administration sur la création de valeur (hypothèse H₉).

H₉

Plus la taille du conseil d'administration est grande, plus la création de valeur de l'entreprise a tendance à diminuer.

⁴¹⁷ Cf. LIPTON / LORSCH (1992, p. 65) : « When a board has more than ten members, it becomes more difficult for them all to express their ideas and opinions in the limited time available. This contributes to the expectation [...] that directors are not supposed to voice their opinions freely and frequently ». Cf. *ibid.* (p. 67) : « We believe that the size of a board should be limited to a maximum of ten directors, [whereas] we would favor boards of eight or nine [...] ».

4.2 Le nombre de réunions du conseil d'administration

Outre la taille du conseil d'administration, le nombre de réunions tenues lors d'un exercice constitue un second facteur déterminant l'efficacité de cet organe de gouvernance et, à travers ce levier, *in fine* le niveau de création de valeur. Si cet élément se voit aussi souvent inclus comme variable médiatrice, les argumentations sous-jacentes des grilles théoriques mobilisées semblent pourtant moins variées que celles concernant l'impact de la taille.

À notre connaissance, seul le cadre juridico-financier évoque explicitement l'incidence de la fréquence de réunions, l'hypothèse étant généralement l'existence d'une relation inverse entre cette variable et la création de valeur. Ce constat repose sur le principe qu'un nombre élevé de réunions de l'organe de contrôle est supposé être interprété, par les acteurs du marché, comme signe de l'existence de problèmes économiques considérables nécessitant de fréquentes interventions du côté des organes de gouvernance (VAFEAS, 1999). Bien entendu, face au problème du manque de temps, déploré par plusieurs auteurs, on peut également admettre que des réunions plus fréquentes du conseil permettraient de renforcer son efficacité dans la mesure où elles faciliteraient l'interaction et l'échange entre les mandataires, notamment quand il s'agit d'un organe de contrôle de grande taille (CONGER *et al.*, 1998). Si cet argument semble *a priori* tenir pour les administrateurs « ordinaires », sa logique se heurte, cependant, aux argumentations relatives aux « cumulards » qui se retrouveraient, en cas de réunions plus nombreuses, encore plus surchargés, nuisant ainsi bien plus encore à la création de valeur.

Le peu de tests empiriques existants confirment la première argumentation, une mauvaise performance enregistrée entraînant une multiplication des réunions de l'organe de contrôle, souvent suivie par une amélioration de la performance dans les années à venir. En revanche, il ne semble pas exister une relation en sens inverse, passant d'un nombre élevé de réunions à une mauvaise performance. En conséquence, le moyen d'augmenter temporairement la fréquence des réunions du conseil d'administration semble adapté pour améliorer la création de valeur en cas de difficultés économiques et financières (VAFEAS, 1999).

Pour nos analyses empiriques, nous retiendrons la première argumentation, admettant ainsi l'existence d'une relation inverse entre la fréquence des réunions de l'organe de contrôle et la création de valeur (hypothèse H_{10}). En d'autres termes, un niveau de réunions élevé serait interprété comme réponse à une mauvaise performance enregistrée par le passé.

H_{10}

Plus le nombre de réunions annuelles du conseil d'administration est important, plus la performance de l'entreprise est faible.

4.3 L'existence de comités consultatifs spécialisés

Lorsqu'on étudie les structures organisationnelles contemporaines des sociétés cotées, on s'aperçoit que les comités consultatifs spécialisés – face à l'importance remarquable prise par la gouvernance des entreprises depuis plus d'un quart de siècle – se voient, eux aussi, accorder un intérêt croissant, se manifestant tant par le nombre de comités existants que par la place qui leur est réservée dans les documents officiels. Constitués d'une fraction des administrateurs, les comités ont des fonctions spécifiques visant à accompagner le travail de l'organe de contrôle par la préparation des thèmes prévus à la discussion et à la délibération. Si les travaux abordant les facteurs conditionnant l'efficacité du conseil d'administration ne cessent de se multiplier, le lecteur remarquera, cependant, avec un certain étonnement qu'il n'en est pas de même pour les études portant sur les comités. Par conséquent, le rôle des « cumulards » dans ces comités se voit de même, sauf rares exceptions, à peine abordé.

Suivant le courant juridico-financier, l'existence de comités est considérée comme une mesure disciplinaire supplémentaire. De par leurs travaux préparatifs, les comités ainsi sont censés atténuer d'éventuels déficits de surveillance de l'organe de contrôle, permettant de limiter les comportements opportunistes des membres de l'équipe dirigeante (KLEIN, 1998, 2002 ; VAFEAS, 2003). Grâce à leur taille réduite, les comités semblent particulièrement utiles dans les conseils abritant de nombreux mandataires (KLEIN, 1998, p. 278).

Pour ce qui est du cumul de mandats, ses effets sur les comités peuvent être déduits des raisonnements généraux déjà présentés relatifs au rôle des liens interconseils (LIPTON / LORSCH, 1992, pp. 64-65 ; JENSEN, 1993, p. 865 ; FERRIS *et al.*, 2003). Ainsi, le cumul de mandats peut, suite au manque de temps et à la surcharge des « cumulards », conduire à des engagements insuffisants de ces derniers en termes de contrôle et, en conséquence, réduire l'efficacité des comités et celle du conseil d'administration.⁴¹⁸ Aussi, les liens interconseils peuvent entraîner des collusions (FICH / WHITE, 2003, p. 946). Ces deux aspects peuvent conjointement, mais aussi individuellement, provoquer les effets suivants :

- une plus faible critique – de nature directe ou indirecte – vis-à-vis de la gestion de l'équipe dirigeante, en raison de la loyauté des administrateurs « cumulards » ;
- un moindre risque de révocation des dirigeants en cas de mauvaise performance ;
- une rémunération plus importante des dirigeants et / ou même des administrateurs.

⁴¹⁸ Imaginons un administrateur occupant parallèlement cinq postes de contrôle et qu'il siège, dans chacune de ces sociétés, dans deux comités consultatifs. Lorsqu'on admet un nombre moyen de cinq réunions annuelles du conseil d'administration, précédées à chaque fois par une réunion des comités respectifs, l'administrateur en question devrait participer chaque année à 75 réunions (25 réunions de conseil et 50 réunions de comités). Ce chiffre demande une disponibilité importante et peut susciter, en cas de problèmes de coordination de présence dans ces entreprises, une moindre présence du « cumulard » dans les organes de gouvernance respectifs.

Néanmoins, la vision juridico-financière n'exclut pas forcément une interprétation positive de l'effet des comités consultatifs en combinaison avec les liens personnels. Partant de l'existence d'un marché du travail efficace des administrateurs, l'attribution de postes devrait ainsi se réaliser *a priori* en fonction des compétences de contrôle, ces dernières étant représentées par le nombre de mandats déjà ou encore exercés. Selon cette logique, le cumul de postes peut être interprété comme la récompense du marché pour un niveau de compétences jugé important, autrement dit comme la confiance du marché en les capacités du mandataire social (FAMA, 1980 ; FAMA / JENSEN, 1983a, pp. 311-315 ; FERRIS *et al.*, 2003).

À partir de ce raisonnement, l'existence de comités consultatifs spécialisés au sein d'un conseil d'administration composé d'un nombre important d'administrateurs multimandats, peut, *ceteris paribus*, renforcer davantage la création de valeur, l'hypothèse étant que les « cumulards » siègent également dans les comités et enrichissent le travail de ces derniers par leur niveau de compétences. En poursuivant cette logique de pensée, l'existence d'un nombre important de comités peut ainsi être interprétée comme une mesure permettant de renforcer davantage – grâce aux compétences en termes de contrôle des « cumulards » et à l'activation de celles-ci dans les comités – la discipline au sein du conseil d'administration.

Lorsqu'on analyse le rôle des comités consultatifs spécialisés dans une optique sociostratégique, on trouve aussi plusieurs interprétations. Ainsi, le caractère de ces comités en tant qu'équipe de travail restreinte peut – plus encore que le conseil d'administration – renforcer le niveau de cohésion sociale entre mandataires tel qu'il est décrit par KATZ / KAHN (1966) et FORBES / MILLIKEN (1999). Ceci semble notamment le cas quand les comités sont constitués de « cumulards ». En effet, ces derniers ayant souvent suivi des formations et parcours de carrière similaires et fréquentant les mêmes associations, leur présence peut améliorer les échanges cognitifs, contribuant ainsi à une meilleure efficacité des comités ainsi que du conseil. En revanche, l'absence de cohésion sociale peut provoquer des conflits cognitifs, empêchant les comités de préparer efficacement le travail de l'organe de contrôle.

Toutefois, la vision sociostratégique n'exclut pas catégoriquement l'existence de situations où il existe – grâce à la présence de « cumulards » – une bonne cohésion sociale dans les comités, sans que celle-ci ne conduise à l'amélioration de l'efficacité du conseil. Une telle situation pourrait, par exemple, survenir dans le cas où la loyauté des administrateurs multimandats vis-à-vis des dirigeants finit par l'emporter sur les efforts de ces premiers à surveiller le *management*, se traduisant *in fine* par une moindre création de valeur. Autrement dit, le potentiel cognitif serait donc surcompensé par des effets disciplinaires négatifs. Enfin, il faut également souligner que l'absence de conflits cognitifs entre les mandataires sociaux n'est pas toujours souhaitable puisqu'elle risque de conduire au phénomène du conformisme.

Malgré l'existence de travaux théoriques évoquant le rôle des comités, nous n'avons, cependant, pas pu identifier d'étude empirique testant l'incidence des comités sur la performance de la firme. La seule exception constitue l'étude américaine de KLEIN (1998). Analysant divers comités consultatifs, l'auteur trouve un résultat original : si la considération de l'existence seule de comités ne relève aucune influence, l'analyse de leur composition en administrateurs internes montre un impact significativement positif sur la performance dans les comités financier et stratégique. Parallèlement, la présence de mandataires externes semble n'avoir aucun impact et même nuire, dans le cas de comités des rémunérations, à la création de valeur. L'auteur en conclut que les mandataires internes peuvent – s'ils sont placés stratégiquement – renforcer la création de valeur. L'élaboration de questions financières et stratégiques nécessitant des connaissances dont les administrateurs externes – suite au manque de temps et d'informations spécifiques sur les activités de la firme (*Ibid.*, p. 278) – ne disposent pas forcément, la présence d'administrateurs externes au sein des comités financier et stratégique ne semble, en revanche, pas propice à la création de valeur.

Malgré l'image négative du rôle des administrateurs externes, présentée dans l'étude précitée, nous retiendrons une hypothèse positive concernant l'incidence des comités sur la création de valeur (hypothèse H_{11}). Nos réflexions s'appuient sur les arguments suivants :

- l'hypothèse d'un effet positif des liens personnels en cas d'un bon fonctionnement du marché du travail externe des administrateurs nous semble également applicable au rôle des « cumulards » au sein de comités consultatifs spécialisés ;
- l'existence de comités peut être interprétée par les investisseurs comme un signe indiquant l'acceptation et la mise en place de mécanismes de bonne gouvernance visant à améliorer l'efficacité du conseil d'administration dans l'objectif de créer davantage de valeur pour les actionnaires ;
- la présence d'un nombre important de comités augmente les échanges entre mandataires et peut conduire à de meilleures prises de décision;
- la présence d'administrateurs multimandats dans les comités consultatifs spécialisés peut permettre de compenser le manque d'expériences et de connaissances intra-firmes, constaté par KLEIN (1998) au niveau des administrateurs externes ordinaires, aboutissant à une meilleure création de valeur.

H_{11}

Plus le nombre de comités consultatifs spécialisés existants au niveau de l'organe de contrôle est élevé, plus l'influence sur l'efficacité du conseil d'administration est importante, et plus la création de valeur augmente.

4.4 L'âge des administrateurs

Outre les caractéristiques structurelles précédemment abordées, l'âge des mandataires sociaux semble constituer un déterminant central de l'efficacité du conseil d'administration. Si cette variable paraît – comme de nombreux autres facteurs – conditionner la création de valeur tant de façon directe qu'à travers l'influence d'autres mécanismes de gouvernance, la déduction d'hypothèses concernant ses incidences sur la performance s'avère, cependant, plus difficile. De fait, bien que la littérature stratégique appréhende cet aspect pour évaluer la performance des dirigeants, l'âge des administrateurs ne fait pas, à notre connaissance, l'objet d'une considération explicite au niveau de l'étude de l'efficacité de l'organe de contrôle.

Malgré cela, une argumentation basée sur l'effet du marché du travail des administrateurs en tant que mécanisme de contrôle externe permet, nous semble-t-il, d'éclairer la nature de la relation entre l'âge des administrateurs et la performance de l'entreprise. Comme nous l'avons précisé dans les chapitres précédents, l'hypothèse d'un marché du travail externe des administrateurs – dont les développements remontent à FAMA (1980) et FAMA / JENSEN (1983a, pp. 311-315) – repose sur l'idée qu'il existe un marché du travail commun des états-majors dont la vocation consiste à attribuer des postes de contrôle en fonction de la réputation des administrateurs. Cette dernière est censée dépendre du succès économique réalisé lors de l'exercice de mandats antécédents, une bonne performance enregistrée étant supposée conduire – sous la condition d'un fonctionnement efficace du dit marché – à l'attribution de davantage de mandats externes. En d'autres termes, l'existence d'un effet de réputation disciplinerait les administrateurs lors de l'exercice de leurs tâches respectives, la motivation étant de veiller à ne pas mettre en péril leur carrière professionnelle future.⁴¹⁹

Néanmoins – et c'est ici qu'intervient l'aspect « âge » –, cet effet disciplinaire est supposé s'atténuer dans le cas de mandataires s'approchant de la retraite (FAMA, 1980, p. 298 ; VANCIL, 1987, pp. 69-104 ; HOLMSTRÖM, 1999). Le temps professionnel devant s'écouler jusqu'à la retraite étant faible, ce type d'administrateur accorderait ainsi moins d'importance aux évaluations de ses compétences sur le marché du travail externe des états-majors et pondérerait moins fortement les potentielles promotions et rémunérations futures qu'un administrateur se trouvant au milieu de sa carrière professionnelle. Autrement dit, l'âge des mandataires est censé conditionner – à travers le taux d'actualisation – leurs anticipations et, en conséquence, leur sensibilité face aux pressions disciplinaires externes.

⁴¹⁹ Pour une explication détaillée du fonctionnement du marché du travail externe des administrateurs, cf. nos développements dans la partie II, chapitre 2, section 1.3.3.

L'apparente diminution des efforts disciplinaires, constatée chez les mandataires plus âgés, peut également se traduire par d'autres aspects. Outre le constat d'une rémunération plus élevée du *CEO* quand l'organe de contrôle comprend des « cumulards », CORE *et al.* (1999) trouvent ainsi que la présence de mandataires externes âgés (≥ 69 ans) fait parallèlement évoluer la rémunération en faveur du premier dirigeant. En revanche, BRICKLEY *et al.* (1999) contredisent l'idée d'une baisse de l'incitation chez les mandataires âgés, trouvant une relation positive entre la probabilité d'exercer des mandats et la performance enregistrée par le passé. Dans un cas extrême, un mandataire ayant déjà terminé sa phase professionnelle active, mais continuant d'exercer des mandats de contrôle, pourrait ainsi même voir augmenter son efficacité personnelle grâce à une meilleure disponibilité temporelle. Notons à ce titre que l'effet réducteur du mécanisme de réputation se retrouve également chez les dirigeants âgés. En revanche, les *managers* n'étant qu'au début de leur carrière semblent courir un risque d'éviction plus élevé en cas de mauvaise performance (WARNER *et al.*, 1988 ; WEISBACH, 1988 ; JENSEN / MURPHY, 1990 ; GIBBONS / MURPHY, 1992 ; ALLGOOD / FARRELL, 2000 ; CONYON / FLOROU, 2002). Enfin, une analyse française menée par PAQUEROT (1996) sur le phénomène de l'enracinement des dirigeants français montre une relation positive entre l'âge du mandataire social et la durée de ses mandats, renforçant l'hypothèse d'un caractère protecteur du réseau personnel d'un *manager* quand celui-ci s'approche de la retraite.

Au regard de ces travaux et dans la mesure où notre définition des liens interconseils comprend également les dirigeants comme initiateurs de relations personnelles, nous pensons donc qu'il est judicieux de transposer l'hypothèse d'une réduction de l'efficacité du mécanisme de réputation avec l'âge également aux administrateurs multimandats. Toutefois, nous sommes conscient des faiblesses de cette démarche. D'une part, il n'est pas automatiquement garanti qu'un directeur exécutif exerce parallèlement des mandats de contrôle externes. D'autre part, la nature des tâches correspondantes est différente. Malgré cela, nous sommes d'avis que le rapprochement d'un mandataire de la fin de sa carrière peut le conduire – en raison d'une dépendance jugée moins importante de sa réputation évaluée sur le marché – à réduire ses efforts, indépendamment des caractéristiques des mandats qu'il exerce.

À la différence de la perspective disciplinaire, la littérature sociostratégique semble attribuer à l'âge des administrateurs, à première vue, un effet positif sur la création de valeur. L'expérience d'un mandataire âgé et les compétences acquises lors de sa carrière sont ainsi censées enrichir les échanges cognitifs au sein du conseil d'administration, pouvant aboutir à une meilleure performance (CHARREAUX / PITOL-BELIN, 1990, p. 147). Notons que cette lo-

gique semble de même s'appliquer aux administrateurs multimandats âgés. En effet, un administrateur ayant exercé, pendant son parcours professionnel, de nombreuses fonctions de contrôle dispose – *a fortiori* s'il a travaillé dans différents secteurs d'activité – de compétences et d'expériences variées et riches dont les firmes le mandatant peuvent profiter.

Quand il s'agit de mandataires « cumulards », parallèlement à la charge de direction d'autres firmes, les échanges cognitifs peuvent bénéficier, par ailleurs, de sources cognitives additionnelles sous forme de compétences et d'expériences *managériales*. Or, la nomination d'administrateurs à fonction exécutive peut également présenter des inconvénients. Une littérature abondante en psychologie, sociologie et stratégie montre ainsi que l'âge des dirigeants influence leur propension à prendre des risques et les décisions économiques et stratégiques qui en découlent, un *manager* jeune étant généralement censé accepter des niveaux de risque plus élevés (KIRCHNER, 1958 ; CARLSSON / KARLSSON, 1970 ; VROOM / PAHL, 1971 ; CHILD, 1974 ; BANTEL / JACKSON, 1989 ; HITT / TYLER, 1991 ; MILLER, 1991 ; WIERSEMA / BANTEL, 1992 ; DATTA / RAJAGOPALAN, 1998 ; HIRSHLEIFER / THAKOR, 1998 ; BARKER / MUELLER, 2002 ; BERTRAND / SCHOAR, 2003). Néanmoins, lorsque ce dirigeant siège dans un conseil d'administration où il s'agit de contrôler l'équipe dirigeante en place, une moindre aversion au risque peut poser problème. En effet, des administrateurs jeunes préféreraient éventuellement des stratégies plus risquées que les dirigeants actuellement en place ou, inversement, les « cumulards » âgés comparativement aux dirigeants de l'entreprise essaieraient de réduire le risque des stratégies et projets proposés. Dans les deux cas, il peut en résulter des divergences entre la direction générale et l'organe de contrôle. Autrement dit, un écart trop important entre l'âge des cadres de la direction générale et celui des membres du conseil d'administration peut être source de conflits. Précisons, cependant, qu'il n'existe, à notre connaissance, pas d'étude empirique s'interrogeant directement sur l'influence de l'âge des administrateurs multimandats sur la performance.

Au regard des résultats des travaux disciplinaires précités et d'un manque d'analyses sociostratégiques du rôle de l'âge des administrateurs, nous décidons de retenir finalement une vision négative de l'influence de cette variable sur la performance. Nous supposons donc que les mécanismes de discipline traditionnels perdent en efficacité dans le cas de mandataires âgés, conduisant finalement à une baisse de la création de valeur (hypothèse H_{12}).

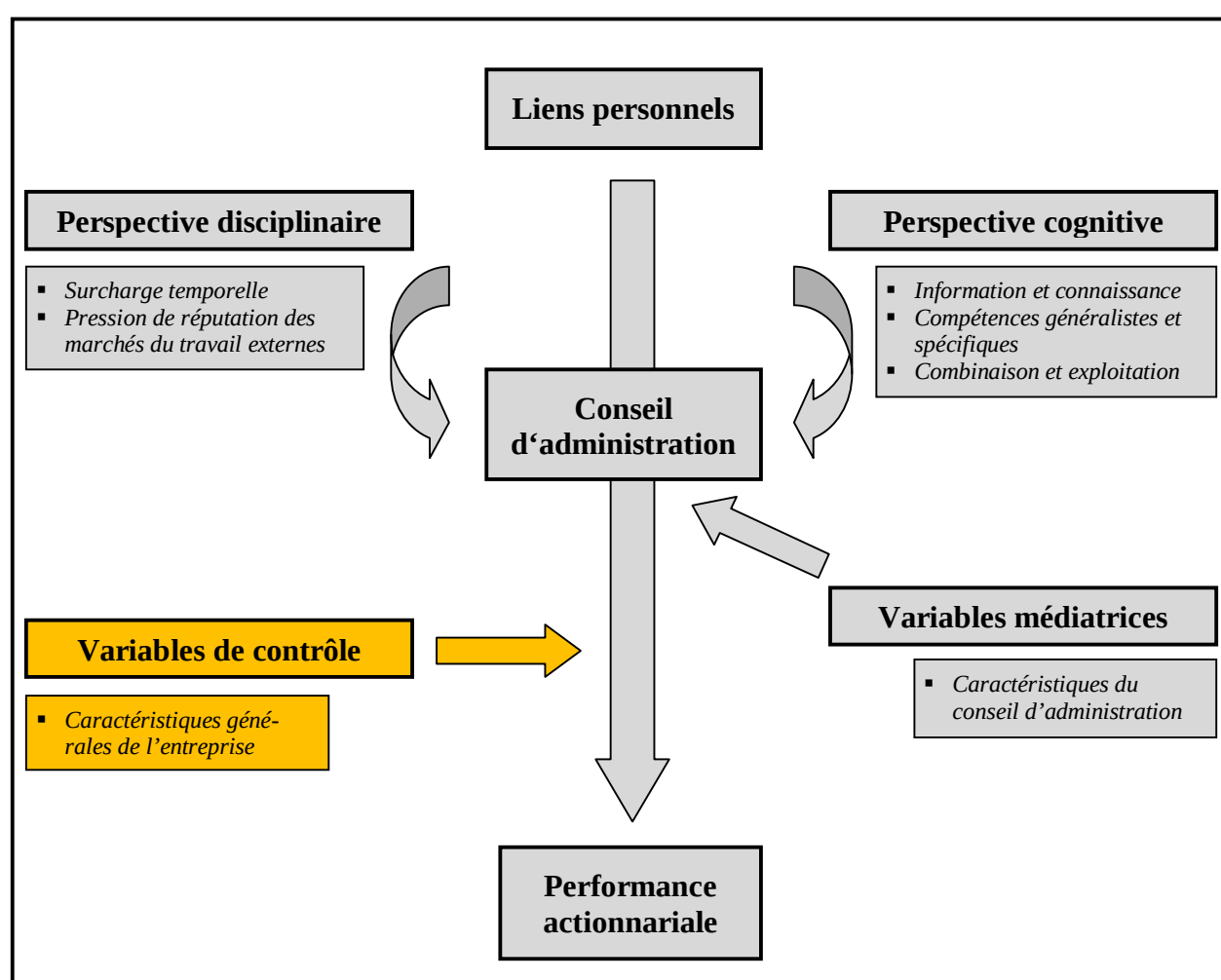
H_{12}

L'âge moyen des administrateurs est supposé avoir une incidence négative sur la création de valeur.

Section 5 : L'influence des caractéristiques de l'entreprise : les variables de contrôle

Après avoir présenté les variables médiatrices et leur impact supposé sur l'efficacité de l'organe de contrôle face aux liens interconseils, il convient de finaliser notre modèle de recherche par la prise de compte des caractéristiques générales de l'entreprise, l'hypothèse sous-jacente étant que même pour des sociétés dotées d'organes de contrôle à caractéristiques similaires, la performance peut sensiblement diverger, en raison de l'incidence différente d'éléments spécifiques tels que les structures organisationnelle ou de propriété (figure 26).

Figure 26 : Modèle de recherche global proposé – les variables de contrôle



Source : notre propre modèle de recherche

Concrètement, nous avons retenu quatre variables de contrôle que nous présenterons ci-après. Il s'agit de la taille de l'entreprise (sous-section 5.1), de la présence d'un actionnaire dominant (sous-section 5.2), de la coexistence de participations financières (sous-section 5.3), ainsi que de l'application d'une structure moniste avec cumul fonctionnel dans la personne du Président-directeur général (sous-section 5.4).

5.1 La taille de l'entreprise

Parmi les caractéristiques de la firme les plus fréquemment abordées se trouve sa taille. Malgré l'apparente banalité de cette variable, la question de l'impact de la taille sur la performance fait, depuis longtemps, l'objet de nombreuses discussions, notamment en économie. Les adhérents d'une relation neutre entre les deux variables se réfèrent généralement aux travaux de GIBRAT (1931) qui postule que le taux de croissance d'une firme serait indépendant de la taille. En revanche, les partisans de l'existence d'un effet de taille positif renvoient habituellement à BAUMOL (1959) selon qui la profitabilité d'une firme augmente – grâce à des effets d'économie d'échelles et en respectant la loi des rendements décroissants (TURGOT, 1998 [1768] ; RICARDO, 2004 [1817]) – avec sa taille. Enfin, les sciences économiques proposent un troisième courant, basé sur le pouvoir, pour expliquer la relation positive entre la taille et la performance. Les adhérents de cette vision se réfèrent généralement aux travaux de CHAMBERLAIN (1933), ROBINSON (1933) et STACKELBERG (1934) sur la concurrence monopolistique. Selon ces auteurs, les entreprises ayant atteint une part de marché importante seraient tentées d'engager des mesures visant à réduire la concurrence, ce qui aboutirait *in fine* à une augmentation du surplus des producteurs au détriment des consommateurs. Si le postulat de GIBRAT (1931) d'une non-corrélation entre le taux de croissance et la taille a pu être partiellement confirmé par certaines études empiriques (HYMER / PASHIGIAN, 1962 ; MANSFIELD, 1962 ; HALL, 1987 ; AUDRETSCH *et al.*, 2004), d'autres études montrent une relation positive (IJIRI / SIMON, 1964 ; SINGH / WHITTINGTON, 1975).⁴²⁰ Quant aux travaux analysant directement les effets sur la performance, ils parviennent de même à étayer l'hypothèse d'une relation positive entre la taille et la profitabilité (HALL / WEISS, 1967 ; GALE, 1972 ; SHEPHERD, 1972), les méthodes appliquées prêtant toutefois à discussion (KIMBERLY, 1976).

Bien que les travaux menés en finance et en gouvernance aient été considérablement influencés par les propos des sciences économiques, ils admettent, cependant, majoritairement une relation négative entre la taille et la performance. Cette hypothèse est construite autour de deux arguments. D'une part, la création de valeur d'une entreprise est supposée être fonction de sa complexité (FAMA / FRENCH, 1983a). Ce terme renvoie à la dispersion des connaissances spécifiques au sein d'une organisation et aux difficultés en découlant pour organiser leur coordination et leur transfert entre les acteurs. En d'autres termes, plus l'entreprise est grande, plus sa structure hiérarchique sera complexe et plus les coûts administratifs auront tendance à augmenter, ce qui tend à réduire la performance relative. D'autre part, plusieurs travaux empiriques

⁴²⁰ HYMER / PASHAGIAN (1962) précisent, cependant, que la variance des taux de croissance est plus élevée pour les petites entreprises. MANSFIELD (1962), quant à lui, n'arrive qu'à confirmer une version « allégée » du modèle de Gibrat. Enfin, HALL (1987) ne confirme l'idée de Gibrat que pour les firmes de grande taille.

observent des anomalies de rentabilité qui semblent être liées à la taille (FAMA / FRENCH, 1992). L'étude la plus fréquemment citée à ce titre est celle de BANZ (1981) qui montre, à l'exemple de firmes américaines, une relation négative entre la taille (mesurée par la capitalisation boursière) et la performance financière. Ainsi, l'investissement dans les petites firmes semble permettre de réaliser des rentabilités anormales positives. Ces résultats ont pu être confirmés par de nombreux auteurs pour différents pays (REINGANUM, 1982 ; BASU, 1983 ; BROWN *et al.*, 1983 ; HAMON, 1986 ; HILLION, 1988 ; OERTMANN, 1994).

Ces résultats ont conduit aussi à une multiplication des critiques vis-à-vis de la validité du modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF). Prétendant que le risque systématique d'une firme constitue la seule variable expliquant sa performance, ce modèle – qui repose sur l'hypothèse de l'efficience des marchés financiers – exclut *a priori* toute possibilité de générer, dans une vision *ex ante*, des rentabilités anormales. Les critiques continues de ce modèle ont fait l'objet, dans les années suivantes, d'une reconsidération du MEDAF, et ont abouti au développement d'un modèle financier plus sophistiqué – appelé modèle à trois facteurs – pour expliquer les déterminants de la rentabilité financière d'une entreprise (FAMA / FRENCH, 1996).

Au regard de la prise en considération explicite de l'importance des facteurs cognitifs dans notre modèle de recherche, nous retiendrons l'argument proposé par la recherche en finance vis-à-vis de l'effet de la taille de l'entreprise. Ainsi, nous supposons que le transfert de connaissances individuelles et collectives spécifiques au sein du conseil d'administration – et, de façon générale – dans une organisation, entraîne des coûts administratifs plus importants, ce qui tend à réduire sa capacité à créer de la valeur. En conséquence, nous attendons une relation négative entre la taille de l'entreprise et sa performance financière (hypothèse H₁₃).

H₁₃

La taille de l'entreprise est supposée avoir une influence négative sur la création de valeur.

5.2 La présence d'un actionnaire dominant

Comme nous l'avons évoqué lors de la présentation des caractéristiques des systèmes de gouvernance français et allemand, les réseaux interfirmes reposent souvent tant sur un échange de mandataires que sur la mise en place de participations financières. Ces dernières peuvent, comme dans le cas des noyaux durs en France ou du cœur de la « *Deutschland AG* », atteindre des dimensions importantes. Pour ce qui est des liens au capital, la littérature s'intéresse particulièrement aux situations où il existe un actionnaire dominant. Cependant, la signification de ce terme ne semble pas claire et fait l'objet de discussions. Généralement, un actionnaire est consi-

déré comme « dominant » lorsqu'il détient au moins 10 % des droits pécuniaires et / ou des droits de vote (SHLEIFER / VISHNY, 1997 ; FACCIO *et al.*, 2001). Toutefois, une part de 10 %, voire même de 20 % au capital, peut, en cas de présence de plusieurs actionnaires dominants, s'avérer insuffisante pour exercer une réelle influence sur l'équipe dirigeante.

Selon la théorie positive de l'agence, l'ouverture du capital d'une entreprise aux investisseurs externes va généralement de pair avec la naissance de coûts d'agence. Reflétant les conflits d'intérêts entre les différents acteurs, ces coûts sont considérés comme la conséquence de la séparation des fonctions de décision et de contrôle (JENSEN / MECKLING, 1976). La présence d'un actionnaire dominant est habituellement supposée susceptible de réduire les conflits d'agence et de diminuer les coûts qui y sont liés.⁴²¹ Deux arguments sous-tendent l'hypothèse du rôle décisif d'un actionnaire dominant. D'une part, ce dernier est censé avoir – au regard de l'ampleur de son engagement financier – un intérêt réel à surveiller l'équipe dirigeante et à collecter des informations sur la gestion de cette dernière. D'autre part, la détention d'un grand bloc d'actions permet d'exercer une pression coercitive sur le *management*. L'actionnaire dominant est ainsi censé pouvoir, sinon résoudre, tout au moins alléger le problème du passager clandestin que l'on rencontre dans les sociétés à forte dispersion du capital. Sa présence est supposée se traduire, *in fine*, par une plus grande création de richesse pour les actionnaires.

Notons que les effets disciplinaires supposés positifs de la présence d'un ou de plusieurs actionnaires dominants ont pu être empiriquement confirmés par de nombreux travaux (DEMSETZ / LEHN, 1985 ; SHIVDASANI, 1993 ; KAPLAN / MINTON, 1994 ; KANG / SHIVDASANI, 1995 ; DENNIS / SERRANO, 1996 ; GORTON / SCHMID, 2000 ; FRANKS / MAYER, 2001 ; YAFEH / YOSHA, 2003 ; DAHYA *et al.*, 2008).

Si l'effet d'un actionnaire dominant sur l'efficacité de l'organe de contrôle et, *in fine*, sur la performance semble ainsi être plutôt positif, il ne faut, cependant, pas ignorer les sources potentielles de l'inefficience d'un tel acteur. De fait, dans la mesure où un *blockholder* dispose d'une forte influence au niveau de la détermination de la composition du conseil d'administration, il peut être tenté de nommer un organe de gouvernance complaisant. Cela peut entraîner une baisse de la discipline et une spoliation des petits porteurs au profit de l'actionnaire dominant. De plus, même en cas d'absence d'inefficiences disciplinaire, l'actionnaire dominant peut être enclin à nommer des mandataires à schémas cognitifs similaires, ce qui peut entraîner du conformisme et aboutir à une moindre diversité des connaissances et compétences exploitables.

⁴²¹ Cet aspect est notamment mis en avant quand il n'existe pas de système juridique suffisamment efficace pour protéger les petits porteurs. Cf. SHLEIFER / VISHNY (1997, p. 753) : « *If legal protection does not give enough control rights to small investors to include them to part with their money, then perhaps investors can get more effective control rights by being large [...] concentration of ownership leverages up legal protection* ».

Au regard des différents arguments précités, nous considérons la présence d'un actionnaire dominant comme un catalyseur susceptible de renforcer tant l'efficacité disciplinaire que cognitive du conseil d'administration. D'une part, la présence d'un tel acteur peut directement influencer la discipline au sein de l'organe de contrôle et déterminer ainsi son attitude vis-à-vis de l'équipe dirigeante. D'autre part, l'existence d'un *blockholder* peut aussi être interprétée comme une source supplémentaire d'informations et de connaissances permettant de stimuler la création de compétences collectives au sein du conseil d'administration. Enfin, même dans le cas où l'actionnaire dominant ne siège pas dans le conseil d'administration, il peut exercer de l'influence – bien que de façon plus modérée – à travers l'assemblée générale des actionnaires. En résumé, nous attendons donc un effet positif de la présence d'un actionnaire dominant sur la capacité de l'entreprise à créer de la valeur pour ses actionnaires (hypothèse H₁₄).

H₁₄	La présence d'un actionnaire dominant dans le capital de l'entreprise est supposée avoir une incidence positive sur la création de valeur.

5.3 La coexistence de participations financières

Dans de nombreux travaux portant sur les réseaux interfirmes, l'existence d'un recoupement entre les relations interconseils et financières a pu être confirmée. Ce phénomène d'une « double sécurisation » des réseaux semble être notamment répandu en Allemagne (PFANN-SCHMIDT, 1995 ; WINDOLF / BEYER, 1996 ; WINDOLF / NOLLERT, 2001, pp. 223-228 ; NOLLERT, 2005 et RANK, 2005) et en France (PICHARD-STAMFORD, 2000), mais beaucoup moins dans les économies anglo-saxonnes (WINDOLF / BEYER, 1996). Dans une étude comparative européenne des réseaux interfirmes, WINDOLF (2002, pp. 41-43) montre ainsi que la probabilité de l'existence parallèle d'un lien interconseils entre deux firmes augmente avec la hauteur de la participation financière entre ces dernières (tableau 35).

Tableau 35 : Recoupement des liens personnels et financiers en Europe

Pays	Liens financiers analysés	Hauteur de la participation financière					
		≤ 9,9 %	≤ 24,9 %	≤ 49,9 %	≤ 74,9 %	≤ 94,9 %	≤ 100 %
Allemagne	543	22,5 %	50,6 %	61,5 %	68,8 %	51,3 %	64,8 %
France	470	33,0 %	37,1 %	37,2 %	41,9 %	27,3 %	25,5 %
Grande-Bretagne	808	0,8 %	7,1 %	-	-	-	12,5 %
Pays-Bas	244	10,7 %	34,4 %	81,8 %	-	-	73,9 %
Suisse	157	32,8 %	40,0 %	76,9 %	90,0 %	83,3 %	85,7 %

Source : adapté de WINDOLF (2002, p. 42)

Selon le tableau précédent (tableau 35), cette tendance paraît notamment exister en France et en Suisse. Ici, l'existence d'un lien de capital à hauteur de moins de 10 % conduit dans un cas sur trois environ à l'envoi parallèle d'un mandataire social dans l'organe de gouvernance de l'entreprise financièrement liée. Pour l'Allemagne, ce chiffre atteint tout de même encore 23 % environ. Autre aspect intéressant : pour des participations financières majoritaires, il existe une couverture personnelle quasi-totale en Suisse (90 %), l'Allemagne et la France se caractérisant aussi par des pourcentages très élevés (69 % *versus* 42 % environ).

Précisons, cependant, que le sens de causalité de ces recoupements n'est pas toujours très clair. Si l'existence d'un lien de capital semble généralement provoquer la mise en place d'une représentation personnelle dans l'organe de contrôle, l'inverse serait – au moins théoriquement – également possible. Dans ce dernier cas, la présence au conseil d'administration peut conduire, par exemple, en raison notamment des informations financières et stratégiques obtenues sur l'entreprise en question, à la création d'une participation financière, l'objectif étant de profiter du potentiel de performance financière jugé important de cette entreprise.

La coexistence de ces deux types de liens interfirmes peut avoir des conséquences importantes. D'une part, l'existence parallèle d'un lien en capital peut être considérée comme une mesure permettant de renforcer la finalité initiale de l'échange d'un mandataire. La personne « connecteur » peut ainsi être incitée à veiller davantage au comportement de l'équipe dirigeante et à intensifier ses efforts de surveillance vis-à-vis de cette dernière. En conséquence, la coexistence d'une participation financière peut amoindrir la tendance, souvent critiquée par les travaux portant sur les réseaux d'administrateurs, des « cumulards » à réduire – par exemple, pour des raisons de collusion – leurs efforts de surveillance. D'autre part, un recoupement des liens personnels et financiers peut aussi témoigner de l'intérêt stratégique élevé d'une entreprise – par exemple, l'accès à une ressource rare ou encore à des connaissances spécifiques – qu'elle souhaite sécuriser tant par l'apport direct de fonds propres que par l'envoi de l'un de ses mandataires sociaux. Cette seconde motivation peut s'avérer également propice à la création de valeur dans la mesure où la présence d'un acteur du type que nous venons de décrire peut enrichir et stimuler l'échange d'administrateurs. Ceci peut aboutir à la création de compétences collectives plus développées, permettant de générer *in fine* davantage de valeur.

Suite aux développements précédents relatifs aux incidences possibles d'une coexistence de relations interconseils et financières, nous admettons donc dans notre modèle de recherche une influence positive de la détention simultanée d'une part des fonds propres de l'entreprise sur la capacité de cette dernière à créer de la valeur (hypothèse H₁₅).

H₁₅

La coexistence de liens interconseils et de participations financières est supposée avoir une incidence positive sur la création de valeur de l'entreprise.

5.4 L'application d'une structure moniste avec cumul des fonctions

Outre les éléments précédents, la question de la structure organisationnelle d'une firme – que celle-ci soit le résultat d'un choix libre ou de l'application obligatoire du droit commercial – constitue un thème fréquemment discuté dans la recherche en gouvernance. À ce titre, c'est notamment la question du cumul ou non des fonctions du premier dirigeant et du président de l'organe de contrôle dans la personne du PDG qui fait l'objet de nombreux débats.

Si les conséquences du mode organisationnel retenu par une entreprise peuvent être de différentes natures, la perspective juridico-financière de la gouvernance se limite, cependant, à des conclusions principalement négatives concernant l'effet du cumul des fonctions sur la création de valeur. Dans la mesure où le conseil d'administration est considéré comme contrepoids au *management* qui se voit chargé d'aligner, par des mesures disciplinatoire-incitatives, le comportement des dirigeants sur les intérêts des actionnaires, une non-séparation des fonctions de direction et de contrôle peut être interprétée – en raison du cumul des pouvoirs dans les mains du *CEO* – comme moins efficace pour atteindre cet objectif (FAMA / JENSEN, 1983a, p. 314). Autrement dit, le niveau de surveillance potentiellement réalisable est supposé diminuer avec l'occupation simultanée des fonctions de premier dirigeant et de président de l'organe de contrôle par la même personne (MACE, 1971 ; MIZRUCHI, 1983 ; JENSEN, 1993).⁴²² Cette hypothèse repose sur la crainte d'une baisse de l'indépendance (LORSCH / MacIVER, 1989, pp. 184-187, BALIGA *et al.*, 1996 ; DALTON *et al.*, 1998), se traduisant, par exemple, par la nomination de mandataires sociaux bien disposés à l'égard du *CEO* (O'SULLIVAN, 2000b ; PREVOST *et al.*, 2002), par des taux de rotation plus faibles du *CEO* (FIZEL / LOUIE, 1990 ; GOYAL/ PARK, 2002), ou encore, par des comportements d'enracinement (FINKELSTEIN / D'AVENI, 1994). Pour résumer, le cumul des fonctions est donc supposé faciliter la domination du conseil d'administration par le *management*, affaiblissant ainsi la capacité du premier à clairement accomplir ses tâches. Cela conduirait à davantage de conflits d'intérêt et, *in fine*, à des coûts d'agence plus élevés.

Si l'indépendance fonctionnelle est censée garantir une sorte de « garde-fou » contre des objectifs opportunistes du *CEO*, cette structure présente, cependant, l'inconvénient de provoquer des coûts d'agence supplémentaires dans la mesure où le président du conseil – notamment quand il a assuré auparavant des fonctions *managériales* dans la même firme – doit, lui aussi, être surveillé (BRICKLEY *et al.*, 1997). Ces coûts d'agence seront d'autant plus élevés que les mesures incitatives proposées sont faibles (ALCHIAN / DEMSETZ, 1972).

⁴²² Cf. JENSEN (1993, p.) : « *The function of the chairman is to run board meetings and oversee the process of hiring, firing, evaluating, and compensating the CEO. Clearly, the CEO cannot perform this function apart from his or her personal interest. Without the direction of an independent leader, it is much more difficult for the board to perform its critical function. Therefore, for the board to be effective, it is important to separate the CEO and chairman positions* ».

Dans une perspective sociostratégique, la question du cumul des fonctions *managériale* et de contrôle paraît être considérée de manière plus positive. Ainsi, la présence d'une seule personne à la tête de l'entreprise est censée faciliter la sécurisation de l'accès à des ressources critiques (PFEFFER / SALANCIK, 1978). Cette structure ferait aussi disparaître le risque de conflits entre le *CEO* et le président de l'organe de contrôle, contribuant ainsi à de meilleures prises de décisions stratégiques (HARRIS / HELFAT, 1998). Enfin, le cumul des responsabilités permettrait de réduire les coûts liés au transfert de connaissances et d'expériences spécifiques au sein de l'entreprise (BRICKLEY *et al.*, 1997). En revanche, la vision stratégique considère qu'un cumul desdites fonctions rend plus difficile une distinction des champs de compétence entre l'évocation de la stratégie, d'une part, et sa mise en place, d'autre part (STOEBERL / SHERONY, 1985 ; ANDERSON / ANTHONY, 1986 ; ALEXANDER *et al.*, 1993).⁴²³

Malgré le nombre important de travaux empiriques ayant examiné les conséquences du cumul des fonctions, il semble difficile d'en déduire des conclusions définitives. Si BERG / SMITH (1978), CHAGANTI *et al.* (1985), RECHNER / DALTON (1989), BALIGA *et al.* (1996), BRICKLEY *et al.* (1997), DAILY / DALTON (1997), DALTON *et al.* (1998), GRIFFITH *et al.* (2002), DALTON / DALTON (2005) et ELSAYED (2007) ne trouvent aucune relation significative, DONALDSON / DAVIS (1991), RECHNER / DALTON (1991), PI / TIMME (1993) et CHAHINE / TOHMÉ (2009) identifient un impact négatif du cumul fonctionnel sur la performance. En revanche, GODARD / SCHATT (2005b) observent pour la France qu'une structure moniste avec PDG renforce la création de valeur. Au regard des résultats divergents, certains auteurs renoncent à l'idée d'une structure optimale. PALMON / WALD (2002) montrent ainsi que le cumul des fonctions semble bénéfique pour les petites firmes, alors que leur séparation paraît favorable pour les grandes sociétés. La structure de *leadership* optimale semble ainsi spécifique à chaque firme et à son environnement et peut, de surcroît, varier au cours de son cycle de vie (FINKELSTEIN / D'AVENI, 1994 ; BOYD, 1995 ; DAHYA / TRAVLOS, 2000).

Au regard des résultats empiriques peu concluants et au vu de l'orientation globale de notre modèle de recherche, nous supposons que l'effet potentiellement positif du cumul des connaissances et compétences dans la personne du PDG peut surcompenser l'effet négatif d'une présence parallèle du premier dirigeant à la tête de l'organe de contrôle. En conséquence, nous attendons un effet positif du cumul des fonctions sur la performance (hypothèse H₁₆).

H₁₆

L'application d'une structure moniste avec cumul des fonctions du premier dirigeant et du président du conseil d'administration est supposée avoir un effet positif sur la création de valeur de l'entreprise.

⁴²³ Cf. ANDERSON / ANTHONY (1986, p. 54) : « *The reasons the position of chairman and CEO are usually combine is that this provides a single focal point for company leadership. There is never any question about who is boss or who is responsible* ».

Conclusion du chapitre 2

Le second chapitre visait à mettre en lumière la conception détaillée de notre modèle de recherche. À cette fin, il s'agissait, dans un premier temps, de présenter les grandes lignes de la perspective synthétique de la gouvernance sur laquelle le modèle sera construit. Se caractérisant par une considération dynamique du processus de création de valeur et en tenant explicitement compte du rôle décisif du capital humain au sein de ce processus, ledit cadre théorique – dans la mesure où il combine des considérations disciplinaires et cognitives – nous semble être particulièrement approprié pour mieux expliquer, tant le potentiel de création de connaissances collectives à travers les liens interconseils que leur contribution en termes de performance financière. Notre réflexion repose, ici, essentiellement sur une nouvelle interprétation du rôle du conseil d'administration qui se voit attribuer, outre la fonction traditionnelle de la surveillance du *management*, une fonction de conseil auprès de ce dernier concernant l'élaboration de la stratégie, ce rôle étant jusque-là majoritairement négligé par la vision juridico-financière.

La plus grande partie du second chapitre était consacrée à la présentation des détails des différentes voies d'intervention de notre modèle de recherche en vue d'en déduire les hypothèses à tester. Il s'agissait de présenter, d'abord, les deux catégories de voies d'intervention que nous jugeons intervenir dans le cadre des liens interconseils. La première, de nature disciplinaire, comprend les arguments classiques de la perspective actionnariale vis-à-vis de l'effet du cumul de mandats sur la performance et vise à modéliser tant la supposition d'une surcharge de travail des administrateurs multimandats que le rôle du marché du travail des administrateurs externes. La seconde, de nature cognitive, tient explicitement compte des apports d'autres domaines tels que la sociologie, la stratégie ou l'économie, et considère l'organe de contrôle – et par-là les liens interconseils – comme un moyen permettant de promouvoir, par des aspects tels que la formation, l'expérience ou la confiance, la création de compétences collectives.

Enfin, nous avons complété notre modèle par l'inclusion de deux groupes de variables supplémentaires. Le premier comprend des variables médiatrices et vise à modéliser les modalités de l'influence de nos variables explicatives sur la création de valeur. Il s'agit ici, de la taille de l'organe de contrôle, du nombre de réunions annuelles, du nombre de comités consultatifs existants, ainsi que de l'âge moyen des administrateurs. Quant au second groupe, il est constitué de variables de contrôle. Celles-ci représentent les caractéristiques générales de l'entreprise et servent à tenir compte des sources d'influence non liées à notre modèle théorique. Il s'agit, ici, de tester l'influence, sur la création de valeur, de la taille de l'entreprise, de la présence d'un actionnaire dominant, de l'existence parallèle des participations financières et de l'application d'une structure moniste à cumul des fonctions *managériale* et de contrôle.

Conclusion de la troisième partie

Au regard des résultats très divergents des cadres théoriques existants pour expliquer le rôle et l'incidence des liens interconseils concernant la capacité d'une firme à créer de la valeur pour ses actionnaires, la finalité de cette troisième partie consistait à proposer un modèle de recherche qui sera mieux en mesure d'élucider les effets économiques du phénomène du cumul de mandats sociaux. Pour parvenir à cet objectif, nous avons présenté, dans un premier temps, les points faibles de la perspective juridico-financière de la gouvernance (chapitre 1). La mise en avant des faiblesses respectives nous a permis de concevoir, dans un second temps, un modèle de recherche à caractère bi-céphale. Conciliant différents courants de recherche, ce modèle vise à construire une approche plus complète qui sera à même de mieux rendre compte de l'influence du cumul de mandats sociaux sur la performance de la firme (chapitre 2). Seront résumées, ci-après, les contributions respectives de chacun des deux chapitres.

Le premier chapitre synthétise les principaux inconvénients du cadre juridico-financier de la gouvernance. Partant d'une position privilégiée des apporteurs de fonds propres – ceux-ci sont considérés comme seuls créanciers résiduels ayant le droit exclusif de s'approprier le bénéfice de l'entreprise –, qu'il convient de garantir au moyen de mesures disciplinatoire-incitatives, ce chapitre renvoie à plusieurs irrégularités empiriques conduisant, tout au moins en partie, à contester la validité de ce courant théorique. Ainsi, l'implication minimale de l'actionnaire dans les financements supplémentaires des entreprises remet clairement en question la priorité accordée à ce type d'acteur. Aussi, la focalisation de ladite théorie sur la dispersion du capital comme critère d'analyse exclusif ne semble pas en mesure d'expliquer la diversité des structures de propriété que l'on retrouve notamment dans le monde des entreprises de l'Europe continentale. Il en va de même pour les participations financières de longue durée entre firmes dont la justification semble nécessiter un élargissement du courant disciplinaire à d'autres éléments tels que le rôle de l'apprentissage organisationnel pour la création de valeur.

Suite à ces limites, le conseil d'administration semble, lui aussi, nécessiter une mise en perspective nouvelle. En effet, la limitation à l'indépendance formelle des mandataires empêche une prise en compte de toute relation personnelle échappant à cette définition et peut même conduire à de mauvaises décisions de nomination. Bien plus encore, c'est l'ignorance, par la vision disciplinaire, du potentiel cognitif du conseil d'administration, qui rend impossible d'appréhender l'impact cognitif des liens noués *via* cet organe de gouvernance sur la création de valeur. Ainsi la diversité des résultats des analyses empiriques réalisées semble surtout s'expliquer par la négli-

gence de facteurs sociaux et stratégiques qui sont attachés aux liens interconseils. Néanmoins, la littérature en stratégie et en sociologie montre l'importance de ces éléments pour évaluer la contribution cognitive des administrateurs multimandats à la création de valeur. S'y ajoute que l'existence de recommandations de bonne gestion ou de règles éthiques peu aussi être expliquée par des théories sociostratégiques. De surcroît, cet aspect peut être interprété comme un levier « alternatif » permettant même de renforcer le niveau de discipline.

Le second chapitre avait pour objectif de présenter la structure du modèle de recherche. Basé sur l'approche synthétique de la gouvernance, qui cherche à concilier les arguments issus des courants disciplinaire et cognitifs, le modèle considère la création de valeur comme un processus dynamique et essentiellement déterminée par les connaissances et compétences des parties prenantes de l'entreprise. Grâce à sa structure bi-céphale, le modèle nous semble mieux en mesure d'expliquer l'impact des liens interconseils – aussi bien au niveau disciplinaire que par leurs contributions cognitives pour la création de compétences collectives – sur la performance. Une nouvelle interprétation du conseil d'administration dont la vocation ne se limite plus à la surveillance sous-tend cette réflexion : le conseil d'administration se voit aussi attribuer une fonction de conseil auprès du *management* en vue de mieux concevoir la stratégie.

L'image élargie du conseil d'administration a été appliquée aux liens interconseils à travers deux voies d'intervention. La première relève des arguments de la vision actionnariale disciplinaire concernant l'incidence de la présence d'administrateurs multimandats et vise à modéliser tant la présomption d'une surcharge de travail des « cumulards » que le rôle du marché du travail des administrateurs externes. La seconde, de nature cognitive, repose sur les arguments de divers courants économiques, sociologiques et stratégiques et évoque le potentiel cognitif des liens interconseils de stimuler, à travers des aspects tels que la formation, l'expérience ou la confiance, la création de compétences collectives. Finalement, le chapitre présente les deux catégories de variables supplémentaires qui seront ajoutées au modèle de recherche pour tester l'influence des liens personnels sur la création de valeur. La première catégorie comprend quatre variables médiatrices approximant les causalités de l'influence des variables indépendante sur la variable expliquée. Il s'agit, ici, de la taille de l'organe de contrôle, du nombre de réunions annuelles, du nombre de comités consultatifs existants et de l'âge moyen des administrateurs. La seconde catégorie est constituée de quatre variables de contrôle. Ainsi, nous vérifierons également l'influence, sur la création de valeur, de la taille de l'entreprise, de la présence d'un actionnaire dominant, de l'existence parallèle des participations financières, ainsi que de l'application d'une structure moniste à cumul des fonctions *managériale* et de contrôle.

QUATRIÈME PARTIE

Étude empirico-comparative des liens interconseils et de leur impact sur la performance entre la France et l'Allemagne

Introduction à la quatrième partie

Après avoir détaillé, dans la partie précédente, la modélisation théorique que nous proposons afin de pouvoir répondre, de façon plus satisfaisante, à la question des effets des liens interconseils sur l'efficacité de l'entreprise à créer de la valeur pour ses actionnaires, la dernière partie de notre travail aura pour objectif de tester la validité empirique de notre modèle de recherche et de mettre en lumière – pour le phénomène du partage de mandataires communs – les spécificités nationales des systèmes de gouvernance de part et d'autre du Rhin.

La présentation des résultats de notre analyse empirico-comparative sera organisée autour de trois grands chapitres. Dans le premier, nous rappellerons très brièvement les principales caractéristiques de notre modèle de recherche (chapitre 1). Il s'agira, ici, de présenter et de justifier la démarche empirique que nous avons retenue, de synthétiser notre modélisation théorique et les hypothèses de recherche en découlant, de décrire la nature et la construction de nos échantillons respectifs, ainsi que de détailler l'opérationnalisation des variables.

Le second chapitre aura, lui, pour objectif de donner – à travers une mise en lumière des résultats descriptifs – des renseignements détaillés sur les caractéristiques des systèmes de liens interconseils des deux pays de notre analyse (chapitre 2). Il sera question de présenter, d'abord, les principales caractéristiques d'un échantillon global comprenant les données françaises et allemandes, pour mettre en avant, après, les spécificités de chacun des deux systèmes de gouvernance relatives aux liens personnels. Nous présenterons, plus particulièrement, des renseignements concernant les caractéristiques démographiques des administrateurs multimandats (âge, sexe, nationalité...), leur répartition au sein des systèmes de gouvernance, ainsi que leur niveau de formation et d'expérience professionnelle. Cette présentation nous permettra d'obtenir une première information sur les caractéristiques des réseaux d'administrateurs contemporains en France et en Allemagne et de faire ressortir leurs différences majeures.

Enfin, le troisième chapitre sera consacré à des tests empiriques approfondis de notre modèle de recherche (chapitre 3). Nos analyses se dérouleront principalement sous forme de régressions multi-variées de données de *panel*. Tout comme dans le chapitre précédent, nous présenterons, d'abord, les tests empiriques concernant l'échantillon qui comprend les deux pays de notre étude, pour ensuite, détailler les spécificités de chacun des échantillons nationaux analysés. Cette démarche nous semble cohérente puisqu'elle permet tant de tenir compte des variables qui sont spécifiques à chaque pays observé, que d'obtenir, outre les renseignements globaux, des informations plus détaillées sur chacun des systèmes de gouvernance.

Chapitre 1 : Description de la méthodologie retenue et rappel de la structure du modèle de recherche

Avant de présenter, de façon détaillée, les résultats de notre étude empirico-comparative, ce premier chapitre aura pour objectif de rappeler brièvement la structure générale du modèle de recherche sous-jacent et de présenter la démarche empirique proposée pour en tester la plausibilité. Outre le rappel des grandes lignes du modèle théorique, cela présente l'avantage de placer ce dernier dans la logique méthodologique qui se prête, selon nous, le mieux à appréhender de manière satisfaisante la question de l'effet de performance des liens interconseils.

Après avoir décrit la méthodologie de recherche que nous retiendrons pour notre analyse (section 1), nous résumerons les principales caractéristiques de notre modèle de recherche, en soulignant sa structure « bi-céphale », à savoir le fait de s'appuyer simultanément sur des arguments originaires de la vision juridico-financière et de divers courants stratégiques et cognitifs (section 2). Ceci nous permettra, ensuite, de synthétiser les différentes hypothèses de recherche en découlant (section 3). Nous continuerons par une description détaillée de nos divers échantillons (section 4) et terminerons par la présentation de l'opérationnalisation des variables que nous proposons afin d'entamer les tests empiriques de notre modèle (section 5).

Section 1 : La méthodologie de recherche appliquée

La section subséquente aura pour objectif principal de mettre en lumière la méthodologie qui sous-tendra nos différentes investigations et sur laquelle sera construit notre modèle de recherche (sous-section 1.1). Aussi, il sera question de présenter la démarche empirique qui nous semble la plus adaptée pour aboutir à une meilleure compréhension du rôle des liens interconseils et de leurs effets sur la performance (sous-section 1.2).

1.1 Le positionnement méthodologique

S'inscrivant dans une approche méthodologique positive, la finalité de nos travaux de recherche est double. D'une part, nous souhaiterions apporter des résultats empiriques permettant une meilleure compréhension de la nature et du rôle des liens interconseils. D'autre part, nous aimerions contribuer à enrichir – à travers l'analyse de deux systèmes de gouvernance européens importants – le discours scientifique qui appréhende les effets du cumul de mandats sociaux sur l'efficacité du conseil d'administration et, à travers ce mécanisme de gouvernance, *in fine* sur la capacité d'une entreprise à créer de la valeur pour ses actionnaires.

Pour connaître la plausibilité de notre modèle de recherche, nous décidons de mener une analyse quantitative à caractère comparatif. Notre étude sera fondée sur une approche hypothé-tico-déductive. Ainsi, l'ensemble des tests empiriques que nous effectuerons aura pour objectif de corroborer ou d'infirmer, au sens de POPPER (1935), les hypothèses précédemment con-çues. D'après cet auteur, une hypothèse est dite « réfutable » s'il est possible de prouver, par une série d'observations issues du monde réel, le contraire de ce que celle-ci admet.

Notre décision de mener une étude empirique de nature quantitative repose sur plusieurs raisons qui peuvent être résumées autour de quatre points centraux :

- le constat d'un très faible nombre d'analyses quantitatives portant sur le phéno-mène des liens interconseils, et ce notamment en France et en Allemagne ;
- la diversité tant des résultats de l'ensemble des études abordant ce thème, que de leurs recommandations relatives à une limitation du cumul des mandats ;
- l'ambition de contribuer, grâce à une approche élargie aux arguments cognitifs, à une meilleure compréhension du rôle des liens interconseils et, enfin ;
- la motivation de « démythifier » les discussions, menées notamment par la presse économique et les médias, sur l'incidence, le plus souvent supposée négative, des réseaux d'administrateurs concernant la création de valeur.

Comme nous l'avons indiqué lors de la présentation des travaux empiriques portant sur les liens interconseils, leur nombre est très faible de part et d'autre du Rhin. Cela paraît d'autant plus surprenant que ledit sujet se voit régulièrement traité par la presse. De plus, à notre connaissance, aucune étude quantitative – ni française, ni allemande – n'a été, jusqu'à présent, explicitement consacrée à l'impact du cumul de mandats sur la performance, le rôle des liens personnels n'étant souvent appréhendé qu'en tant que variable « collatérale » de l'analyse d'autres aspects de gou-vernance. Ceci semble être le cas tant pour les travaux s'inscrivant dans un cadre juridico-disciplinaire (CHARREAUX, 1991, aspect traité : structure de propriété ; PFANNSCHMIDT, 1995, aspect traité : raisons pour établir des liens interconseils ; PAQUEROT, 1996, aspect trai-té : comportement d'enracinement des dirigeants et des administrateurs externes ; WENGER / KASERER, 1998, aspect traité : efficacité du système de gouvernance allemand ; NGUYEN-DANG, 2006, aspect traité : protection des dirigeants par une structure de « petit monde » ; BALSMEIER / PETERS, 2009, aspect traité : rémunération des dirigeants « enracinés ») que pour ceux retenant des approches stratégiques ou cognitives (PICHARD-STAMFORD, 2000, aspect traité : motivations des dirigeants à s'enraciner ; KRAMARZ / THESMAR, 2004, aspect traité : relations sociales entre les mandataires sociaux ; ENTORF *et al.*, 2009, rémunération des dirigeants « enracinés »). S'y ajoute que les études réalisées ne permettent pas, à l'heure actuelle, de fournir des résultats très clairs sur l'incidence du cumul de mandats sociaux.⁴²⁴

⁴²⁴ Cf. à ce titre notamment nos tableaux de synthèse portant sur les travaux empiriques menés, dans la partie II, chapitre 2, section 2 et chapitre 3, section 3.

Au vu des finalités différentes des travaux précités, nous pensons qu’une étude appréhendant directement les effets des liens personnels sur la création de valeur et retenant un cadre théorique synthétique qui tient compte d’éléments disciplinaires, stratégiques et cognitifs, permettrait de dépassionner la discussion économique, menée parfois de façon très vive par la presse et les médias, sur l’incidence des réseaux d’administrateurs sur la performance.

1.2 La démarche empirique

Compte tenu de l’objectif principal de notre travail qui consiste à tester l’incidence du cumul de mandats sur la création de valeur, la structure du modèle théorique sous-jacent se présente de manière à viser à expliquer la réaction d’une seule grandeur économique – la performance de l’entreprise – par la combinaison de plusieurs variables d’influence. Selon leur nature, ces dernières peuvent être classées en quatre catégories :

- les variables d’influence de nature disciplinaire ;
- les variables d’influence de nature cognitive ;
- les variables médiatrices, et ;
- les variables de contrôle.

Dans la mesure où nous disposons d’observations individuelles espacées régulièrement dans le temps, nous proposons de mener des tests empiriques à l’aide de méthodes de régressions multi-variées de données de *panel* (*pooled time series data*) du type suivant :

$$y_{nt} = b_{0nt} + \sum_{k=1}^K b_{knt} \cdot x_{knt} + \omega_{nt}$$

avec $n = 1, \dots, N$ et $t = 1, \dots, T$
 y_{nt} = variable expliquée
 b_{0nt} = constante générale
 b_{knt} = constante individuelle
 x_{knt} = variables explicatives
 ω_{nt} = perturbations aléatoires

Selon cette modélisation « standard » des données de *panel*, la variable expliquée (y_{nt}) est supposée être fonction d’une constante (b_{0nt}) à laquelle s’ajoutent plusieurs variables explicatives ($b_{knt} \cdot x_{knt}$), ainsi qu’un terme représentant des perturbations aléatoires (ω_{nt}) non observables (SEVESTRE, 2002, pp. 9-10). Comme on peut le voir, les différents coefficients varient aussi bien au niveau individuel que temporel. Autrement dit, on admet, ici, une hétérogénéité dynamique des variables explicatives, ces dernières étant censées évoluer au cours du temps.

Selon SEVESTRE (2002, pp. 3-10) et BALTAGI (2008, pp. 6-11), l'avantage de l'analyse des données de *panel* réside justement dans la disponibilité d'information couvrant tant les dimensions individuelle que temporelle. La nature « dynamique » de la méthode permet ainsi de considérer simultanément les spécificités individuelles des observations et leur évolution dans le temps. Par ailleurs, la double dimension des données conduit, très souvent, à un grand nombre d'observations, ce qui rend possible la considération d'échantillons dont l'analyse sur une seule période n'aurait pu être réalisée. Néanmoins, l'économétrie des données de *panel* présente également quelques inconvénients. D'une part, la fréquence des observations aberrantes augmente avec la taille de l'échantillon, entraînant un risque croissant de perturbations de la qualité des estimations.⁴²⁵ Par conséquent, il convient de mener une analyse des points aberrants qui devraient faire l'objet de corrections ou d'éliminations. D'autre part, la fréquence des observations non renseignées peut également poser problème. Pour y remédier, une étude visant à maintenir les données manquantes ou à les interpoler devrait être effectuée.

La réalisation d'une analyse économétrique des données de *panel* à partir du modèle standard présenté ci-dessus rencontre, de plus, un autre problème majeur : l'hétérogénéité des variables explicatives. En raison du fait que le nombre des coefficients ($N \cdot T \cdot (K+1)$) dépasse celui des observations ($N \cdot T$), le modèle ne peut *a priori* être résolu (*Ibid.*, pp. 9-10). Dès lors, l'économétrie propose quatre modèles canoniques permettant de mettre en place des contraintes susceptibles de modéliser l'hétérogénéité des variables explicatives observées :

- le modèle à effets fixes ;
- le modèle à erreurs composées ;
- le modèle à coefficients composés, et ;
- le modèle à coefficients aléatoires.

Nous résumerons, ci-après, les grandes lignes de chacun de ces quatre modèles.⁴²⁶ Pour ce qui est du modèle à effets fixes, il repose sur l'hypothèse que l'impact des variables explicatives est identique pour toute observation et ne varie pas au cours du temps. La prise en compte des spécificités individuelles des observations se fait, ici, par la seule constante générale qui est décomposée en une variable reflétant l'aspect individuel, une variable représentant le temps, ainsi qu'une constante. Autrement dit, les spécificités individuelles et temporelles ne sont exprimées qu'à travers un groupe de constantes générales, les constantes individuelles étant considérées comme identiques pour chaque observation. La méthode des effets fixes se prête notamment à l'explication de l'incidence de variables inobservables quand celles-ci sont supposées être stables au cours du temps et identiques pour l'ensemble des observations analysées.

⁴²⁵ Ainsi, HUBER / RONCHETTI (2009) montrent qu'une quote-part de seulement 3 % de valeurs aberrantes dans l'échantillon peut déjà sensiblement biaiser les estimations.

⁴²⁶ Pour les détails des modèles, cf. *i.a.* SEVESTRE (2002), WOOLDRIDGE (2002) et BALTAGI (2008).

Le modèle à erreurs composées, quant à lui, part d'un caractère aléatoire des effets spécifiques. En conséquence, l'adaptation se fait au niveau du terme d'erreur qui est décomposé en une perturbation idiosyncratique, un effet spécifique individuel et un effet temporel. Ces effets sont supposés être complètement indépendants l'un de l'autre et non corrélés, ni avec la perturbation idiosyncratique, ni avec les différentes variables explicatives. Pour ce qui est du modèle à coefficients composés, on constate qu'il rompt avec l'hypothèse des modèles précédents selon laquelle les spécificités apparaissent uniquement au niveau des constantes, tandis que les coefficients des variables explicatives restent fixes. Ainsi, on propose désormais une décomposition des coefficients des variables explicatives selon la logique du premier modèle économétrique en un coefficient spécifique et un coefficient qui reflète l'aspect temporel.

Enfin, le modèle à coefficients aléatoires, dont une première modélisation a été réalisée par SWAMY (1970), généralise le modèle des coefficients composés, en réalisant une décomposition individuelle-temporelle de tous les coefficients. Aussi, tous les effets spécifiques sont supposés être de nature aléatoire, d'espérance nulle, de variance finie, ainsi que ni corrélés entre eux-mêmes, ni avec les régresseurs. Quant aux variables explicatives, elles sont considérées comme exogènes. Le modèle à coefficients aléatoires peut être écrit de la façon suivante :

$$y_{nt} = b_0 + \sum_{k=1}^K b_{knt} \cdot x_{knt} + u_n + v_t + \omega_{nt}$$

avec $b_{knt} = b_k + \mu_{kn} + v_{kt}$

$n = 1, \dots, N$ et $t = 1, \dots, T$

y_{nt} = variable expliquée

b_0 = constante générale

b_{knt} = constante individuelle

x_{knt} = variable explicative

b_k = constante

μ_{kn} = effet spécifique individuel

v_{kt} = effet temporel individuel

u_n = effet spécifique général

v_t = effet temporel général

ω_{nt} = perturbations aléatoires

Dans le modèle à coefficients aléatoires, la variable expliquée (y_{nt}) est supposée être fonction, comme on peut le voir ci-dessus, d'une constante générale (b_0), d'un certain nombre de variables explicatives se distinguant tant au niveau individuel que temporel ($b_{knt} \cdot x_{knt}$), ainsi que d'un groupe d'éléments d'erreur qui reflète à nouveau l'aspect spécifique (u_n), l'aspect temporel (v_t), ainsi que des perturbations aléatoires (ω_{nt}) que l'on ne peut expliquer.

Néanmoins, l'atout d'un niveau de sophistication et de précision élevé dudit modèle constitue également son inconvénient le plus important. Ainsi, l'hypothèse d'une non-corrélation parfaite entre les effets individuels et les divers régresseurs ne semble guère valide en réalité. Autrement dit, il est très difficile de s'imaginer qu'il n'existe aucun lien entre les caractéristiques inobservables des entreprises individuelles et les facteurs d'influence qui, grâce à leur mesurabilité, figurent comme variables explicatives dans notre modèle.

Pour illustrer l'importance de ce point, reconsidérons la finalité de notre modèle de recherche.⁴²⁷ Celui-ci vise en effet à expliquer l'impact de diverses variables reflétant des caractéristiques (disciplinaires et cognitives) de l'échange d'administrateurs sur la capacité d'une firme à créer de la valeur actionnariale. Il est complété par diverses variables médiatrices et de contrôle. D'après le modèle, la performance financière d'une firme est supposée dépendre, entre autres, du potentiel cognitif qu'offrent les liens interconseils noués. Ici, les effets spécifiques individuels refléteraient alors la façon spécifique, non observable, de chaque entreprise d'exploiter ce potentiel. Ceux-ci pourraient s'expliquer, par exemple, par des aspects tels que l'organisation de l'apprentissage collectif, l'efficacité de la culture de discussion ou la capacité d'innovation. Or, ces aspects nous semblent indubitablement susceptibles d'influer sur au moins une partie de nos régresseurs. Ainsi, l'organisation, au sein d'une entreprise, de l'apprentissage collectif aura très vraisemblablement une influence sur l'efficacité de l'exploitation des compétences générales et / ou spécifiques des administrateurs multimandats. Par conséquent, l'hypothèse de l'absence de corrélations entre les variables explicatives et les effets spécifiques ne nous semble pas pertinente et risque de conduire à des résultats biaisés. À ce titre, SEVESTRE (2002, p. 80) conclut de façon générale que « [...] dans de nombreuses situations, l'hypothèse cruciale d'absence de corrélation entre les perturbations du modèle et les variables explicatives n'est pas vérifiée, du fait de la présence dans la perturbation d'effets spécifiques corrélés avec les régresseurs ».

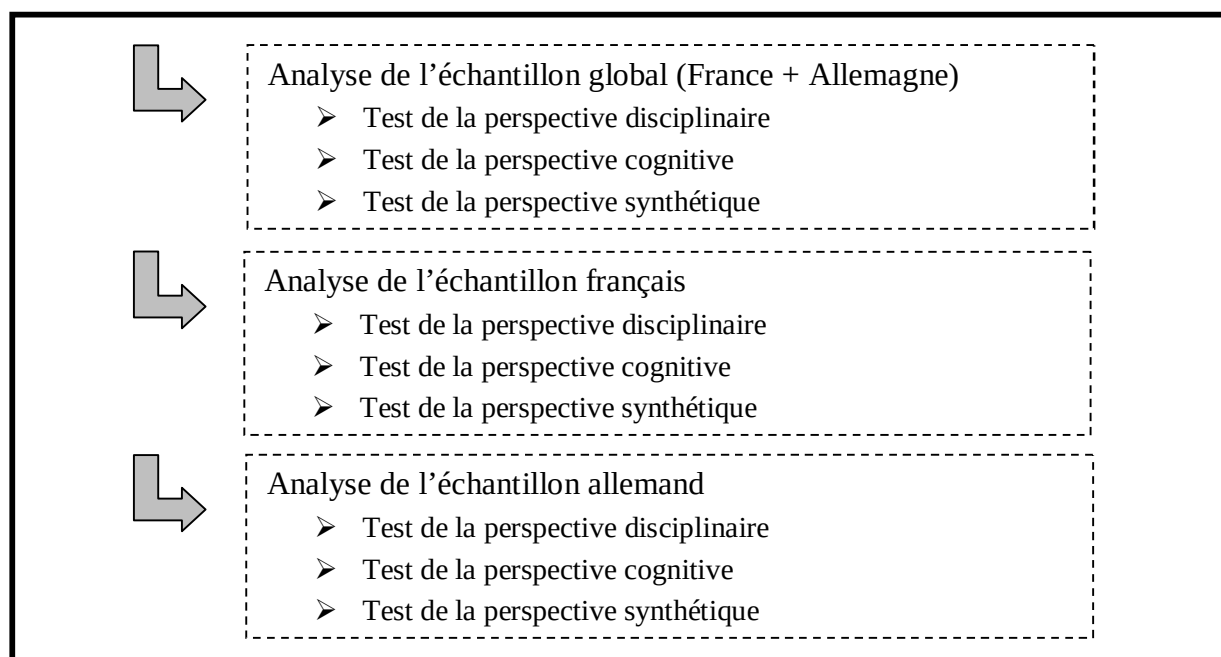
Compte tenu des arguments précitées et dans l'objectif d'obtenir des résultats non biaisés, il sera donc nécessaire d'examiner, avant l'estimation même des coefficients de régression, les données collectées, la finalité étant d'identifier le modèle qui se prête le mieux pour effectuer nos analyses empiriques. Concrètement, il sera question d'étudier les résidus, la confirmation de l'existence d'une hétéroscédasticité (qu'elle soit de nature individuelle et / ou temporelle) interdisant l'estimation des coefficients de régression au moyen de la méthode standard des moindres carrés ordinaires. Ici, plusieurs procédures de test d'homogénéité sont nécessaires. Il sera ainsi question, dans un premier temps, d'analyser les « moyennes de groupe agrégées » et de conduire

⁴²⁷ Notre argumentation reprend celle de SEVESTRE (2002, pp. 79-80) sur le modèle à effets individuels corrélés.

le test de *Breusch-Pagan* qui montrera si l'hypothèse de l'absence d'une hétérogénéité individuelle non observée peut être rejetée. Dans le cas de la confirmation d'une homogénéité parfaite, il conviendrait alors d'appliquer la méthode de régression de coupes transversales agrégées. Il s'agira de mener, après, le test *Hausman* qui indiquera lequel des deux modèles de *panel* précités (modèle à effets fixes ou à erreurs composées) doit être appliqué dans notre cas.

Nous présenterons les détails des tests d'hétérogénéité précités et leurs conclusions relatives aux procédures de spécification des coefficients de régression à appliquer, dans la dernière partie de cette thèse. Quant aux tests empiriques eux-mêmes, ils se dérouleront en trois étapes (figure 27). Après avoir analysé, dans un premier temps, un échantillon comprenant le total des sociétés françaises et allemandes considérées, nous effectuerons deux analyses nationales distinctes. Au niveau de chacune de ces analyses, trois sous-étapes seront parcourues. Ainsi, nous nous interrogerons, d'abord, sur l'impact des deux leviers disciplinaires proposés. Seront analysés, après, les effets des voies d'intervention cognitive sur la création de valeur. La troisième sous-étape consistera à combiner, pour chaque sous-échantillon, les deux voies d'intervention précitées au sein d'un seul modèle économétrique, l'objectif étant de vérifier la validité de notre modèle synthétique. Pour réaliser les différents tests empiriques de nos données de *panel*, nous utiliserons le logiciel économétrique GRETTL qui est disponible gratuitement sur Internet.⁴²⁸

Figure 27 : Procédure prévue au niveau des tests empiriques



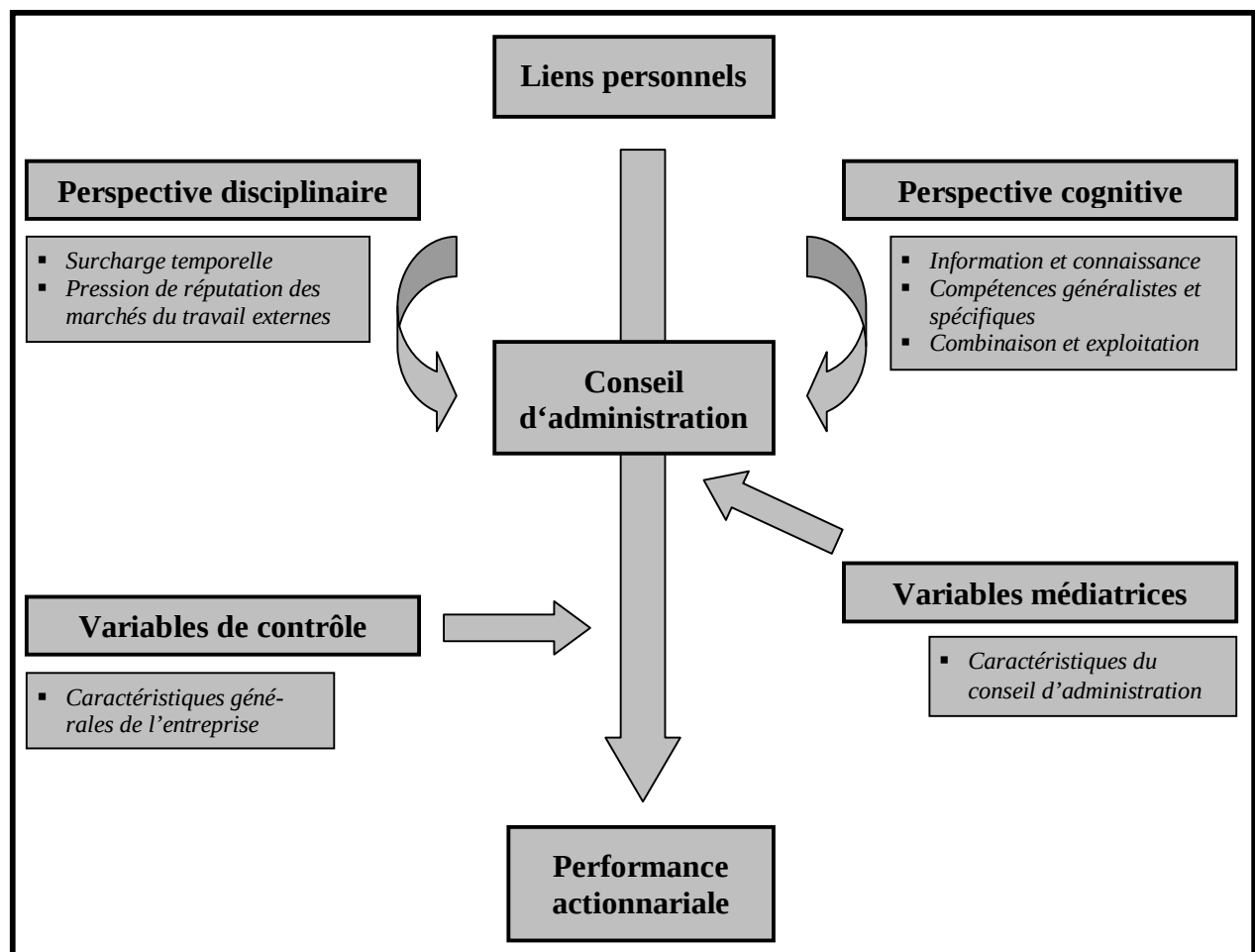
Source : notre propre figure

⁴²⁸ Pour obtenir plus d'informations sur le logiciel économétrique GRETTL, cf. aussi <http://gretl.sourceforge.net> (site Internet consulté le 25 juin 2009).

Section 2 : Rappel de la structure du modèle de recherche

La figure présentée ci-dessous rappelle la conception du modèle de recherche que nous proposons afin de tester les effets des liens personnels sur la performance financière (figure 28). Notre modèle repose sur une approche synthétique de la gouvernance qui vise à expliquer la création de valeur *via* une combinaison des perspectives disciplinaire et cognitive. La première vision reflète les arguments traditionnellement mobilisés par la vision disciplinaire et cherche à tester l'hypothèse d'une surcharge de temps des administrateurs multimandats, ainsi que l'effet de réputation du cumul de mandats sur le marché du travail des administrateurs externes. La seconde vision reprend les arguments issus de différentes approches cognitives et sociologiques. Elle appréhende l'hypothèse d'un accès privilégié des « cumulards » à l'information et à la connaissance, approxime leur niveau de compétences généralistes et spécifiques, et teste l'impact de la combinaison et de l'exploitation de ces aspects sur la création de valeur. Le modèle est complété par l'ajout de variables médiatrices et de contrôle vérifiant les modalités de l'influence de variables dépendantes sur la variable expliquée et testant le rôle de variables tierces.

Figure 28 : Rappel du modèle de recherche proposé



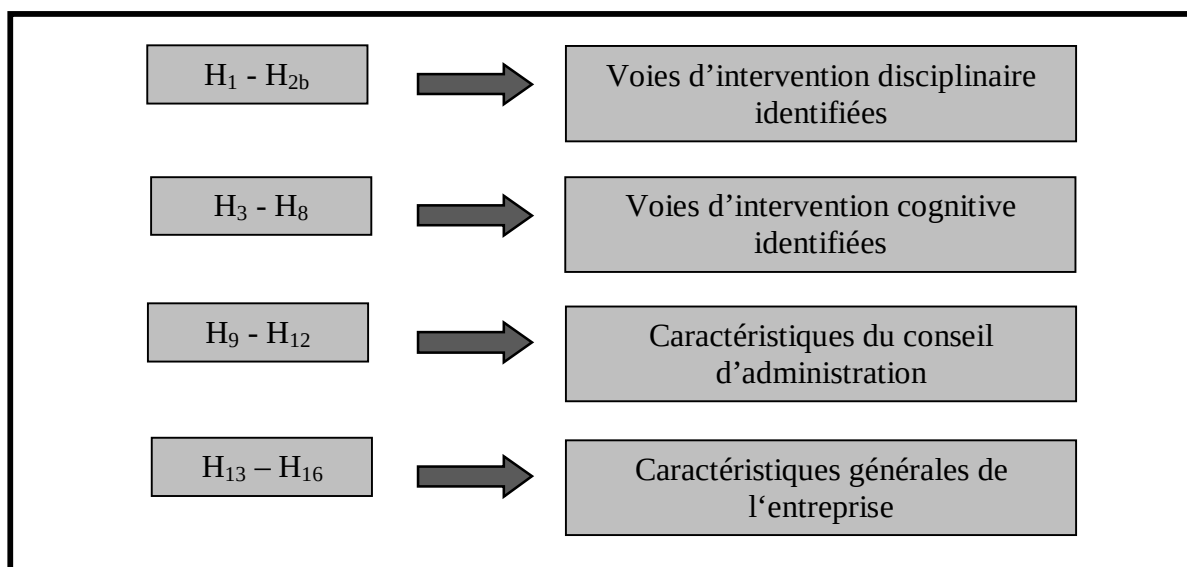
Source : notre propre modèle de recherche

Section 3 : Récapitulatif des hypothèses de recherche

Après avoir brièvement rappelé la structure de notre modèle de recherche, il convient de résumer, également de façon synthétique, les hypothèses respectivement construites en vue de tester la validité du cadre théorique proposé, la finalité étant de mieux comprendre l'effet des liens interconseils sur la capacité d'une firme à créer de la valeur pour ses actionnaires.

La figure subséquente résume la structure globale de nos hypothèses (figure 29). Concrètement, quatre groupes d'hypothèses peuvent être distingués. Le premier vise à vérifier le rôle des voies d'intervention disciplinaire identifiées. Il s'agit, ici, de tester l'effet de la charge temporelle des administrateurs multimandats et le rôle du marché du travail des administrateurs externes comme mécanisme de récompense. Le second groupe cherche à examiner si la présence de « cumulards » va de pair avec un meilleur accès à l'information et à la connaissance. L'influence du niveau de compétences généralistes et spécifiques des multimandataires, ainsi que de leur combinaison et leur exploitation sera également observée. L'avant-dernier groupe permet de tester le rôle des caractéristiques de l'organe de contrôle concernant l'effet des liens personnels sur la performance. Enfin, le dernier groupe analyse le rôle de diverses variables de contrôle.

Figure 29 : Structure des hypothèses de recherche proposées



Source : notre propre figure, H = hypothèse

Le tableau 36 reprend l'ensemble des hypothèses de recherche que nous avons conçues. Ce récapitulatif est également classé selon les quatre groupes d'hypothèses précitées. Il rappelle le cadre théorique sous-jacent, l'aspect d'analyse visé, le contenu des hypothèses construites, les échantillons qui seront mobilisés pour tester ces dernières, ainsi que l'effet supposé de l'aspect respectif sur la capacité d'une entreprise à créer de la valeur.

Tableau 36 : Récapitulatif des hypothèses de recherche à tester

Hypothèse	Perspective	Aspect visé	Formulation de l'hypothèse de recherche	Échantillons mobilisés	Effet attendu sur la performance
H1	disciplinaire	dégradation du niveau effectif de surveillance suite à une surcharge de temps des « cumulards »	Plus le nombre de postes externes occupés par les administrateurs multimandats est élevé, plus la discipline au sein du conseil d'administration a tendance à diminuer, et plus la performance de l'entreprise se dégrade.	F + A F A	négatif
H1a	disciplinaire		Plus le nombre de postes de direction externes exercés par les administrateurs multimandats est élevé, plus la discipline au sein du conseil d'administration a tendance à diminuer, et plus la performance de l'entreprise se dégrade.	F + A F A	négatif
H1b	disciplinaire		Plus le nombre de mandats de contrôle externes exercés par les administrateurs multimandats est élevé, plus la discipline au sein de son conseil d'administration a tendance à diminuer, et plus la performance de l'entreprise se dégrade.	F + A F A	négatif
H2	disciplinaire	récompense, sous forme de nouveaux mandats, des « cumulards » pour la réputation de disposer de bonnes compétences en termes de contrôle	Plus le total des mandats sociaux exercés par les administrateurs multimandats durant leur carrière professionnelle est élevé, plus la discipline au sein du conseil d'administration se renforce, et plus la création de valeur s'améliore.	F + A F A	positif
H2a	disciplinaire		Plus le total des mandats de direction exercés par les administrateurs multimandats durant leur carrière professionnelle est élevé, plus la discipline au sein du conseil d'administration diminue, et plus la création de valeur se détériore.	F + A F A	négatif
H2b	disciplinaire		Plus le total des mandats de contrôle exercés par les administrateurs multimandats pendant leur carrière professionnelle est élevé, plus la discipline au sein du conseil d'administration se renforce, et plus la création de valeur en profite.	F + A F A	positif

Source : nos propres hypothèses de recherche, A = Allemagne, F = France

Tableau 36 : Récapitulatif des hypothèses de recherche à tester (suite)

Hypothèse	Perspective	Aspect visé	Formulation de l'hypothèse de recherche	Échantillons mobilisés	Effet attendu sur la performance
H3	cognitive	accès privilégié des administrateurs multimandats à l'information et à la connaissance	Plus le nombre de firmes accessibles par les administrateurs multimandats siégeant au sein de l'organe de contrôle est élevé, plus l'approvisionnement en informations et connaissances est important, et plus la création de valeur augmente.	F + A F A	positif
H4	cognitive		Plus le nombre d'administrateurs multimandats membres de l'ERT est élevé, plus l'approvisionnement de l'organe de contrôle en informations et connaissances privilégiées est important, et plus la performance de la firme sera forte.	F + A F A	positif
H5	cognitive		Plus le nombre d'administrateurs multimandats occupant une fonction académique honoraire ou détenant des décorations nationales ou académiques honorifiques est élevé, plus l'approvisionnement de l'organe de contrôle en informations et connaissances est important, et plus la création de valeur est forte.	F + A F A	positif
H5a	cognitive		Plus le nombre d'administrateurs « cumulards » détenant une décoration de la Légion d'honneur de la République française est important, plus le niveau de compétences généralistes est élevé, et plus la création de valeur augmente.	F	positif
H5b	cognitive		Plus le nombre d'administrateurs « cumulards » détenant une décoration de l'Ordre nationale du Mérite de la République française est important, plus le niveau de compétences généralistes est élevé, et plus la création de valeur augmente.	F	positif
H5c	cognitive		Plus le nombre d'administrateurs « cumulards » possédant un titre académique honorifique est important, plus le niveau de compétences généralistes est élevé, et plus la performance de l'entreprise augmente.	A	positif
H5d	cognitive		Plus le nombre d'administrateurs « cumulards » porteurs d'une décoration de l'Ordre national du Mérite de la République fédérale d'Allemagne est important, plus le niveau de compétences généralistes est élevé, et plus la performance de l'entreprise augmente.	A	positif

Source : nos propres hypothèses de recherche, A = Allemagne, F = France

Tableau 36 : Récapitulatif des hypothèses de recherche à tester (suite)

Hypothèse	Perspective	Aspect visé	Formulation de l'hypothèse de recherche	Échantillons mobilisés	Effet attendu sur la performance
H6	cognitive	apport de compétences généralistes	Plus le nombre d'administrateurs « cumulards » ayant poursuivi une formation « élitiste » est important, plus le niveau de compétences généralistes dont dispose l'organe de contrôle est élevé et plus la performance de l'entreprise est forte.	F + A F A	positif
H6a	cognitive		Plus le nombre d'administrateurs « cumulards » ayant poursuivi une formation dans une Grande École est important, plus le niveau de compétences généralistes est élevé et plus la performance de l'entreprise est forte.	F	positif
H6b	cognitive		Plus le nombre d'administrateurs « cumulards » ayant poursuivi une formation à l'ÉNA est important, plus le niveau de compétences généralistes est élevé et plus la performance de l'entreprise est forte.	F	positif
H6c	cognitive		Plus le nombre d'administrateurs « cumulards » ayant poursuivi une formation à l'École Polytechnique est important, plus le niveau de compétences généralistes est élevé et plus la performance de l'entreprise est forte.	F	positif
H6d	cognitive		Plus le nombre d'administrateurs « cumulards » ayant effectué un doctorat est important, plus le niveau de compétences généralistes à disposition du conseil de surveillance est élevé et plus la performance de la firme est forte.	A	positif
H7	cognitive	apport de compétences spécifiques	La présence au sein du conseil d'administration de mandataires « cumulards » ayant occupé avant ou occupant actuellement des fonctions exécutives au sein de l'équipe dirigeante de l'entreprise, permet de renforcer la création de valeur.	F + A F A	positif
H8	cognitive	combinaison et exploitation des apports	Plus le nombre d'années de présence commune des administrateurs multimandats au sein de l'organe de contrôle de la firme est élevé, plus les échanges cognitifs sont bénéfiques et plus la création de valeur est importante.	F + A F A	positif

Source : nos propres hypothèses de recherche, A = Allemagne, F = France

Tableau 36 : Récapitulatif des hypothèses de recherche à tester (suite)

Hypothèse	Perspective	Aspect visé	Formulation de l'hypothèse de recherche	Échantillons mobilisés	Effet attendu sur la performance
H9	variable médiatrice	rôle des caractéristiques de l'organe de contrôle dans l'incidence des liens interconseils	Plus la taille du conseil d'administration est grande, plus la création de valeur de l'entreprise a tendance à diminuer.	F + A F A	négatif
H10	variable médiatrice		Plus le nombre de réunions annuelles du conseil d'administration est important, plus la performance de l'entreprise est faible.	F + A F A	négatif
H11	variable médiatrice		Plus le nombre de comités consultatifs spécialisés existants au niveau de l'organe de contrôle est élevé, plus l'influence sur l'efficacité du conseil d'administration est importante, et plus la création de valeur augmente.	F + A F A	positif
H12	variable médiatrice		Plus la moyenne d'âge des administrateurs est élevée, plus la discipline au sein du conseil d'administration est faible, et plus la performance se dégrade.	F + A F A	négatif
H13	variable de contrôle	facteurs d'influence de la création de valeur	La taille de l'entreprise est supposée avoir une influence négative sur la création de valeur.	F + A F A	négatif
H14	variable de contrôle		La présence d'un actionnaire dominant dans le capital de l'entreprise est supposée avoir une incidence positive sur la création de valeur.	F + A F A	positif
H15	variable de contrôle		La coexistence de liens interconseils et de participations financières est supposée avoir une incidence positive sur la création de valeur de l'entreprise.	F + A F A	positif
H16	variable de contrôle		L'application d'une structure moniste avec cumul des fonctions du premier dirigeant et du président du conseil d'administration est supposée avoir un effet positif sur la création de valeur de	F + A F A	positif

Source : nos propres hypothèses de recherche, A = Allemagne, F = France

Section 4 : Présentation des échantillons et données collectées

Pour tester la plausibilité de notre modèle de recherche, nous avons décidé d'étudier les systèmes de gouvernance français et allemand à travers les « *Blue Chips* » de ces deux pays. Au niveau de la France, il s'agira des 40 sociétés cotées sur la Bourse de Paris dans l'indice financier CAC 40. Pour ce qui est de l'Allemagne, nous nous intéresserons aux 30 premiers groupes industriels, commerciaux et financiers inclus dans l'indice boursier DAX 30. Notre période d'observation s'étalera de 2001 à 2005, soit cinq ans.

Dans les deux sous-sections suivantes, il sera question de présenter les principales caractéristiques des échantillons respectivement constitués (sous-section 1.1), ainsi que de détailler la nature des nombreuses données que nous avons collectées (sous-section 1.2).

4.1 Les échantillons constitués

Pour identifier les différences nationales concernant le rôle des liens interconseils et leurs effets sur la création de valeur, nous confronterons notre modèle de recherche, dans un premier temps, à un échantillon large qui est constitué des « *Blue Chips* », de part et d'autre du Rhin. L'échantillon comprendra l'ensemble des sociétés cotées dans les indices boursiers français CAC 40 et allemand DAX 30, le moment de référence étant fin 2005.⁴²⁹ Nous testerons, ensuite, séparément pour chaque pays, la plausibilité de notre modèle de recherche.

L'indice financier français CAC 40 a été créé le 31 décembre 1987 avec une valeur de départ de 1.000 points. Il représente les 40 premières entreprises de l'Hexagone, relatives à leur capitalisation boursière. La cotation de l'indice a été lancée le 15 juin 1988, son évolution historique ayant même été recalculée jusqu'en 1970.⁴³⁰

Pour constituer nos échantillons, nous avons réalisé, à partir de la composition du CAC 40 au 31 décembre 2005, diverses modifications qui sont majoritairement dues à l'évolution de la composition de cet indice entre 2001 et 2005 (tableau 37). Bien que les sociétés Casino Guichard et Télévision française 1 furent remplacées, au second semestre 2005, par les groupes Gaz de France SA (GDF) et Électricité de France SA (EDF), nous avons donc décidé de garder ces deux firmes dans notre échantillon. En revanche, l'inclusion de GDF et d'EDF aurait pu conduire à des estimations biaisées, celles-ci n'étant cotées que depuis 2005. Une dernière modification concerne Arcelor SA. Créée par la fusion des groupes Aceralia Corporación Siderúrgica SA (Espagne), Aciéries Réunies de Burbach-Eich-Dudelange SA (Luxembourg) et Usinor SA le 18 février 2002, cette société n'a pu être considérée en 2001.

⁴²⁹ CAC = Cotation assistée en continu ; DAX = *Deutscher Aktienindex*

⁴³⁰ Pour obtenir davantage d'informations sur l'indice CAC 40, cf. aussi le site Internet www.euronext.com.

Tableau 37 : Historique de la composition du CAC 40 entre 2001 et 2005

Année	Date	Société...	remplacée par la société...
2001	04.05.2001	Équant	Orange
2001	08.08.2001	Valéo	Vivendi Environnement
2002	03.04.2002	Alstom	Vinci
2002	06.08.2002	Dassault Systèmes	Crédit Agricole
2003	11.07.2003	Crédit Lyonnais	Pernod Ricard
2003	21.11.2003	Orange	Arcelor
2004	01.10.2004	Aventis	Publicis
2005	03.01.2005	Sodexho Alliance	Essilor
2005	01.09.2005	Casino Guichard	Gaz de France
2005	19.12.2005	Télévision française 1	Électricité de France

Source : www.bnains.org/archives/histocac/histocac.htm (site Internet consulté le 10 juillet 2009)

Les démarches précédemment détaillées nous semblent cohérentes puisqu'elles permettent d'étudier un échantillon stable au cours du temps. Au regard du fonctionnement des réseaux interfirmes que nous avons évoqués dans la première partie de notre thèse, cette stabilité peut s'avérer décisive pour parvenir à des résultats et des conclusions pertinents.

Au total, l'échantillon français comprendra donc 40 entreprises, considérées sur une période de cinq ans, moins une société pour l'année 2001, soit 199 observations. Notons que neuf des sociétés retenues n'ont pas été incluses dans l'indice financier CAC 40 durant la période d'observation intégrale. Concrètement, il s'agit des sociétés suivantes :

- Vivendi Environnement SA (cotée au CAC 40 depuis août 2001) ;
- Vinci SA (cotée au CAC 40 depuis avril 2002) ;
- Crédit Agricole SA (cotée au CAC 40 depuis août 2002) ;
- Pernod Ricard SA (cotée au CAC 40 depuis juillet 2003) ;
- Arcelor SA (cotée au CAC 40 depuis novembre 2003) ;
- Publicis SA (cotée au CAC 40 depuis octobre 2004) ;
- Essilor SA (cotée au CAC 40 depuis janvier 2005) ;
- Casino Guichard SA (ne plus cotée au CAC 40 depuis septembre 2005), et ;
- Télévision française 1 SA (ne plus cotée au CAC 40 depuis décembre 2005).

Seront finalement représentées, dans notre échantillon français, 37 entreprises de droit français auxquelles s'ajoutent deux sociétés de droit néerlandais (EADS NV, STMicroelectronics NV), ainsi qu'une société de droit belge (Dexia SA). Toutes les entreprises se caractérisent par un statut juridique de société anonyme par actions. Les détails de la composition de notre échantillon français sont indiqués à la fin de la thèse (annexe 1).

Pour ce qui est de l'échantillon allemand, il est constitué des firmes cotées dans l'indice boursier DAX 30. Ce dernier représente l'indice le plus important sur la place de Francfort et comprend les 30 plus grandes sociétés allemandes par actions. Coté, pour la première fois, le 1^{er} juillet 1988, l'indice DAX 30 est lancé – tout comme le CAC 40 – avec une valeur initiale de 1.000 points, correspondant au 31 décembre 1987. À la différence du CAC 40, son homologue allemand inclut, cependant, les dividendes versés par les entreprises adhérentes.

Au niveau de la constitution de l'échantillon allemand, nous n'avons dû effectuer qu'une seule modification par rapport à la composition du DAX 30 fin 2005. L'adaptation concerne la banque munichoise *Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG*. Bien que cette dernière ait dû quitter, suite à la fusion avec la banque italienne *UniCredit SpA*, le DAX 30 le 19 décembre 2005, nous avons décidé de la garder dans notre échantillon. Outre le fait que ladite banque représente un acteur important de la « Deutschland AG », cette démarche nous semble plus cohérente que d'inclure son successeur, *Hypo Real Estate Holding AG*, ce dernier n'ayant été coté dans l'indice DAX 30 que pendant une dizaine de jours en 2005. Notre principal intérêt étant l'analyse d'un échantillon stable dans le temps, une telle démarche nous semble cohérente.

Tableau 38 : Historique de la composition du DAX 30 entre 2001 et 2005

Année	Date	Société...	remplacée par la société...
2001	19.03.2001	Karstadt Quelle	Deutsche Post
2001	23.07.2001	Dresdner Bank	MLP
2002	23.09.2002	DEGUSSA	Altana
2002	23.12.2002	EPCOS	Deutsche Börse
2003	22.09.2003	MLP	Continental
2005	19.12.2005	Bayerische Hypo- und Vereinsbank	Hypo Real Estate Holding

Source : http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/50_informations_services/30_Indices_Index_Licensing/21_guidelines/10_share_indices/Historical_Index_Compositions.pdf (site Internet consulté le 10 juillet 2009)

L'échantillon allemand comprendra au final 30 sociétés qui seront également observées sur une période de cinq ans, soit 150 observations (annexe 2). Précisons, ici, qu'une partie des sociétés considérées n'ont pas été cotées dans l'indice DAX 30 depuis le début de notre période d'analyse. Cela concerne les entreprises suivantes (tableau 38) :

- *Deutsche Post AG* (cotée au DAX 30 depuis mars 2001) ;
- *Altana AG* (cotée au DAX 30 depuis septembre 2002) ;
- *Deutsche Börse AG* (cotée au DAX 30 depuis décembre 2002) ;
- *Continental AG* (déjà cotée au DAX 30 jusqu'en septembre 1996 et de nouveau depuis septembre 2003), et ;
- *Bayer. Hypo- und Vereinsbank AG* (cotée au DAX 30 jusqu'en décembre 2005).

Notre échantillon global comprendra les deux échantillons nationaux présentés. Il sera constitué de 40 firmes françaises et 30 sociétés allemandes, considérées sur une période quinquennale s'étalant de 2001 à 2005. Le groupe sidérurgique Arcelor SA ne pouvant être considéré en 2001, l'échantillon bi-national final sera donc composé de 349 observations.

4.2 Les données collectées

À partir des échantillons présentés ci-dessus, nous avons collecté les informations dont nous aurons besoin pour tester la plausibilité de notre modèle de recherche. Concrètement, nous avons construit quatre bases de données différentes :

- une première qui contient des données de gouvernance (1.2.1) ;
- une base recensant les mandataires sociaux qui siègent dans les organes de gouvernance des entreprises de nos échantillons (1.2.2) ;
- une base synthétisant les compétences et expériences professionnelles des administrateurs qualifiés de « cumulards » (1.2.3), et ;
- une base comprenant les données financières et comptables des firmes (1.2.4).

4.2.1 Les données de gouvernance

Notre première base de données recense diverses données de gouvernance, telles que la nature et la composition des organes de direction et de contrôle. Concrètement, les renseignements suivants ont été extraits des documents officiels des sociétés (tableau 39) :

Tableau 39 : Les données de gouvernance recensées

Catégorie	Données collectées par entreprise considérée
Société	Nom Structure organisationnelle Statut juridique
Équipe dirigeante	Composition (identification des membres) Taille
Conseil d'administration / conseil de surveillance	Composition (identification des membres) Taille Nombre de réunions annuelles Nombre de réunions exceptionnelles
Comités consultatifs spécialisés	Nombre Composition (identification des membres) Taille Nombre de réunions annuelles

Source : rapports annuels et de gouvernance des sociétés considérées

4.2.2 Les renseignements sur les mandataires sociaux

À partir des informations récoltées sur la composition des organes de gouvernance, nous avons établi une seconde base de données. Celle-ci donne des renseignements sur l'ensemble des membres de l'équipe dirigeante et de l'organe de contrôle des sociétés de nos échantillons. Pour la période 2001-2005, nous avons ainsi pu identifier au total 2.149 personnes. Ont été collectées, pour ces mandataires sociaux, les informations suivantes (tableau 40) :

Tableau 40 : Les données récoltées sur les mandataires sociaux

Catégorie	Données collectées par mandataire social
Informations personnelles	Nom Prénom Sexe Nationalité Date de naissance Date de décès (le cas échéant) Âge
Fonction professionnelle	Statut (représentant actionnarial ou du personnel) Position dans l'équipe dirigeante / dans l'organe de contrôle Position dans les comités consultatifs spécialisés (le cas échéant) Date d'entrée / de sortie dans l'organe de gouvernance
Formation scolaire, universitaire et professionnelle	Formation professionnelle Diplômes universitaires / d'écoles obtenus Doctorat Champ du travail doctoral Agrégation du supérieur / professorat
Autres informations	Décorations / titres d'honneur Titres académiques honorifiques Membre de l'ERT

Source : rapports annuels, de gouvernance et sites Internet des sociétés considérées, *Who's Who in France*, *Top Management*, Guide des États Majors, *Hoppenstedt Aktienführer*, *Hoppenstedt Leitende Männer und Frauen der Wirtschaft*

Les informations détaillées ci-dessus ont été extraites des documents officiels (rapport annuels, rapports de gouvernance et informations diffusées sur le site Internet du groupe) des entreprises qui sont représentées dans nos échantillons. Elles ont été, ensuite, systématiquement complétées par croisement de diverses bases de données auxquelles nous avons accès, à savoir *Who's Who in France*, *Top Management*, Guide des États Majors, *Hoppenstedt Aktienführer* et *Hoppenstedt Leitende Männer und Frauen der Wirtschaft*. Le croisement de plusieurs sources d'information nous a permis de constituer une base de données dense et riche, et d'améliorer ainsi considérablement la qualité des données respectivement recensées.

4.2.3 Les compétences et expériences professionnelles des « cumulards »

La constitution d'une base de données sur l'ensemble des membres des organes de direction et de contrôle des sociétés du CAC 40 et du DAX 30 nous a permis d'identifier les administrateurs occupant plusieurs postes dans ces entreprises. Sont désignés, ici, comme « cumulards », les administrateurs exerçant, outre leur mandat de contrôle initial, au moins un autre mandat (de direction ou de contrôle) dans les sociétés de nos échantillons.

Pour identifier les « cumulards », nous avons effectué diverses modifications de la base de données précédente. Ainsi, nous avons exclu tous les dirigeants n'occupant pas de fonctions de contrôle. Notre étude visant à considérer uniquement l'influence sur la création de valeur des « cumulards » représentants des actionnaires, nous avons aussi éliminé l'ensemble des représentants du personnel. Ensuite, tous les administrateurs « monomandats » ont été retirés de la base. Au final, nous avons ainsi pu identifier, pour l'échantillon global, 606 administrateurs multimandats. Les adaptations effectuées sont synthétisées ci-après (tableau 41).

Tableau 41 : Identification des administrateurs multimandats dans l'échantillon global

Opération	Nombre de personnes identifiées
Recensement des membres des organes de direction et de contrôle des entreprises du CAC 40 et du DAX 30 sur la période 2001-2005	= 2.149 personnes
Élimination des dirigeants n'exercant pas de mandats de contrôle	- 730 dirigeants
Élimination des administrateurs représentants du personnel	- 514 représentants du personnel
Élimination des administrateurs ne cumulant pas de mandats	- 299 administrateurs monomandats
Nombre d'administrateurs "cumulards" dans l'échantillon global	= 266 administrateurs multimandats

Source : nos propres bases de données

L'identification, pour l'échantillon global, des administrateurs multimandats constitue le point de départ pour la construction d'une troisième base de données. Celle-ci a pour objectif de résumer les compétences et expériences professionnelles des « cumulards ». Nous avons repéré à cet égard, pour chaque mandataire, l'ensemble des fonctions qu'il a occupées pendant sa carrière professionnelle. Ces fonctions ont été différenciées selon leur nature et le lieu géogra-

phique. Aussi, nous avons classé les postes selon leur importance. Les informations nécessaires ont été récoltées à nouveau dans les documents officiels des sociétés (rapport annuel, rapport de gouvernance et informations diffusées sur les sites Internet des sociétés). Elles ont été complétées et systématiquement croisées avec les bases de données, déjà mentionnées, *Who's Who in France*, *Top Management*, Guide des États Majors, *Hoppenstedt Aktienführer* et *Hoppenstedt Leitende Männer und Frauen der Wirtschaft*. Les détails des renseignements retenus sur les compétences des « cumulards » sont résumés ci-après (tableau 42).

Tableau 42 : Données recensées sur les compétences et expériences professionnelles des administrateurs multimandats

Catégorie	Données collectées par "cumulard"
Compétences et expériences acquises dans le pays d'origine / à l'étranger	> Fonctions de contrôle Entreprise Date d'entrée (et, le cas échéant, de sortie) Nombre de postes de président de l'organe de contrôle Nombre de postes de vice-président de l'organe de contrôle Nombre de postes d'administrateur Nombre de mandats de contrôle dans les filiales Autres fonctions
	> Fonctions dirigeantes Entreprise Date d'entrée (et, le cas échéant, de sortie) Nombre de postes de président de l'équipe dirigeante Nombre de postes de vice-président de l'équipe dirigeante Nombre de postes de dirigeant Nombre de mandats de direction dans les filiales Autres fonctions
Total	Total des fonctions de contrôle occupées
	Total des fonctions dirigeantes occupées
	Total des fonctions de contrôle occupées (+filiales, étranger et autres)
	Total des fonctions dirigeantes occupées (+filiales, étranger et autres)

Source : rapports annuels, de gouvernance et sites Internet des sociétés considérées, *Who's Who in France*, *Top Management*, Guide des États Majors, *Hoppenstedt Aktienführer*, *Hoppenstedt Leitende Männer und Frauen der Wirtschaft*

L'historique professionnel des 266 administrateurs multimandats identifiés nous permettra de vérifier une éventuelle influence positive de leurs compétences et expériences sur la création de valeur. Aussi, il rendra possible une considération explicite des expériences en termes de surveillance des dirigeants, ainsi que celles concernant des fonctions *managériales*. Enfin, ce recensement a constitué un moyen pour vérifier l'exactitude des informations déjà extraites dans les bases précédentes, et de conforter la validité interne des données recueillies. Ainsi, il représente également un moyen de renforcer l'exactitude de notre matériel empirique.

4.2.4 Les compétences et expériences professionnelles des « cumulards »

La quatrième base de données contient des informations financières et comptables. Elle servira principalement pour calculer notre variable à expliquer, ainsi que pour recenser des données figurant, comme variables de contrôle, dans notre modèle de recherche. Le tableau subséquent présente les informations comptables et financières récoltées (tableau 43).

Tableau 43 : Données financières et comptables recueillies

Catégorie	Données collectées par mandataire social
Données comptables	Total de l'actif
	Total des capitaux propres
	Capital souscrit
	Primes d'émission
	Résultat avant impôts
	Impôts
	Éléments exceptionnels avant impôts
	Éléments exceptionnels après impôts
	Résultat net
	Résultat net part des minoritaires
	Résultat net part du groupe
	Chiffre d'affaires
	Effectif
Données financières	Capitalisation boursière en fin d'année
	Évolution du cours boursier (données journalières)
	Dividende par action
	Évolution des indices de référence (CAC 40 et DAX 30 à base journalière)
	Participations financières
	Structure du capital
	Taux sans risque
	Primes de risque nationales

Source : rapports annuels, de gouvernance et sites Internet des sociétés considérées, *OSIRIS*, *Thomson Financial*, portails financiers Internet: www.boursorama.fr, finanzen.yahoo.de, www.onvista.de, www.comdirect.de, www.bundesbank.de, www.banquedefrance.fr

Les données comptables ont été récoltées, dans un premier temps, *via* la consultation des documents officiels (comptes consolidés) des sociétés observées. Nous avons, après, complété et croisé ces données avec celles, indiquées dans les bases financières *OSIRIS* et *Thomson Financial*. Les données boursières ont été extraites de portails financiers Internet tels que *Boursorama*, *Onvista*, *Yahoo Finance* ou *Comdirect*. Pour calculer le coût du capital, nous avons eu recours à des données publiées par la Banque de France et la *Deutsche Bundesbank*.

Section 5 : Description et opérationnalisation des variables

Après avoir mis en lumière la méthodologie retenue, le modèle de recherche construit, les hypothèses à tester en découlant, ainsi que les données recueillies, il convient de s'interroger sur l'opérationnalisation des variables. L'importance de cette dernière étape préparatoire pour tester la validité de notre modèle de recherche est non négligeable puisque ce sont la qualité et la pertinence des variables choisies qui conditionnent la confirmation ou la réfutation de nos hypothèses. Par conséquent, nous présenterons, dans les sous-sections suivantes, les variables à expliquer (sous-section 1.1) et explicatives (sous-section 1.2) que nous avons choisies.

5.1 Les variables à expliquer

La variable expliquée dans notre modèle de recherche est la performance actionnariale de l'entreprise. Il s'agit ainsi d'identifier les effets du partage d'administrateurs communs – et donc, de la constitution de liens interconseils – sur la capacité d'une firme à créer de la valeur pour les acteurs ayant mis à sa disposition des fonds propres.

Si le concept de la « *shareholder value* » est fréquemment discuté dans les médias et dans la presse économique, force est de constater que son opérationnalisation connaît, toutefois, une diversité abondante. Cela concerne aussi bien la pratique que la recherche. Au niveau des études s'inscrivant dans la perspective financière traditionnelle, l'apparente divergence des mesures semble, d'après CHARREAUX (1998), cependant, limitée aux modes d'appréhension de la performance et à l'horizon de son analyse, le principe d'évaluation sous-jacent de la valeur créée – à savoir le calcul du différentiel entre le revenu (prévisionnel ou effectif) des actionnaires et le montant de leur investissement initial – étant *a priori* identique.

L'élément commun des études traitant la performance actionnariale est l'hypothèse de l'efficience des marchés financiers. Ainsi, la Bourse est supposée refléter parfaitement la valeur d'une société cotée. Selon l'auteur (*Ibid.*, p. 47), les mesures retenues peuvent être classées, suivant leur horizon d'analyse, en des critères *ex ante* et *ex post*. Le premier groupe comprend des mesures telles que le ratio Q de *Tobin* (valeur de marché des capitaux investis, rapportée au coût de remplacement des actifs) ou le ratio de *Marris* (capitalisation boursière rapportée à la valeur comptable des fonds propres) et se caractérise par le calcul d'une performance relative qui est corrigée par le coût du capital.⁴³¹ Quant au second groupe, il comprend des mesures issues de la théorie du portefeuille, telles que l'indice de *Sharpe* (différence entre le taux de rentabi-

⁴³¹ Dans le cas du ratio Q de *Tobin*, il s'agit du coût moyen pondéré du capital qui reflète, selon la structure du financement, le coût des capitaux propres et le coût de la dette. En revanche, le ratio de *Marris* tient uniquement compte du coût des fonds apportés par les actionnaires.

lité moyen et le taux sans risque, rapportée à l'écart-type), l'indice de *Treynor* (différence entre le taux de rentabilité moyen et le taux sans risque, rapportée au risque spécifique non éliminable par diversification) et l'indice alpha de *Jensen* (différentiel de performance entre le taux de rentabilité réalisé et le taux de rentabilité requis selon le MEDAF). Comme pour le premier groupe, il s'agit de même de mesures de performance relatives, exprimées par un indice.

Outre ces mesures « traditionnelles », CHARREAUX (1998, p. 49) évoque les mesures « récentes » de la valeur actionnariale. Reposant sur la même base théorique, ces dernières se distinguent des mesures *ex ante* et *ex post* par leur finalité qui consiste à calculer le montant absolu de la richesse créée. Il s'agit, ici, notamment, de la valeur de marché ajoutée et de la valeur ajoutée économique.⁴³² La valeur de marché ajoutée mesure la différence absolue entre la valeur boursière des capitaux investis et leur montant comptable, le premier élément reposant sur l'anticipation et l'actualisation de l'ensemble des rentes futures. Il représente, ainsi, le pendant absolu du ratio Q de *Tobin*. Pour ce qui est de la seconde mesure, elle se calcule à partir du taux de rentabilité économique duquel on enlève le coût des capitaux investis, ce dernier étant évalué, pour la composante fonds propres, par le MEDAF. À la différence de la valeur de marché ajoutée, la valeur ajoutée économique reflète donc uniquement la création de valeur d'une seule période.

Si ces mesures de performance apparaissent plus pertinentes que les critères traditionnels précités pour estimer la richesse créée pour les apporteurs des fonds propres, elles reposent, cependant, sur la validité implicite de deux hypothèses centrales :

- l'efficience des marchés financiers, et ;
- la pertinence du MEDAF pour calculer le coût des capitaux propres.

Néanmoins, plusieurs chercheurs remettent en cause la plausibilité de ces deux hypothèses (*i. a.* SAMUELSON, 1965 ; MALKIEL, 1973 ; FAMA / FRENCH, 1992, 1996 ; CHARREAUX, 1996 ; HAUGEN, 1996). D'une part, il n'y aurait pas d'efficience au sens fort des marchés financiers, ce qui entraînerait une évaluation biaisée des *cash flows* futurs. D'autre part, l'espace discrétionnaire des *managers* ne se limiterait pas à la seule prise des décisions d'investissement, mais comprendrait aussi la divulgation des flux en sortant. Leur rémunération étant, de surcroît, souvent conditionnée par la performance boursière de l'entreprise, les dirigeants auraient intérêt à agir de façon à ce que les flux et leur divulgation maximisent le *benchmark* de leur rémunération personnelle. Cela peut conduire à des stratégies court-termistes au détriment d'une création de valeur de façon durable. Enfin, il ne semble pas logique d'attribuer le pouvoir d'influence sur la création de valeur aux seuls dirigeants, d'autres facteurs – économiques ou non – pouvant de même avoir une incidence sur l'évolution du cours de Bourse d'une firme.

⁴³² Ces mesures de performance sont aussi fréquemment utilisées avec leurs termes anglo-saxons correspondants *market value added (MVA)* et *economic value added (EVA)*.

Malgré les critiques que l'on peut adresser aux mesures reposant sur la valeur boursière, on observe qu'une grande partie des travaux empiriques retient des critères encore plus critiquables à l'égard de leur pertinence. Le tableau suivant résume les variables expliquées retenues par les études analysant directement l'impact des liens interconseils sur la valeur actionnariale (tableau 44). Ainsi, on s'aperçoit qu'aucune étude n'a recours aux mesures de performance récentes précitées telles que la valeur ajoutée de marché ou la valeur économique ajoutée. Plutôt, les travaux se répartissent à parts égales entre des mesures de marché et des mesures comptables.

En outre, on constate que les analyses appliquant un cadre juridico-financier mobilisent majoritairement des mesures de marché, alors que celles retenant une vision sociostratégique se limitent aux mesures comptables. Enfin, même au niveau des travaux testant des critères comptables, seule l'étude de CHARREAUX (1991) rapporte ces derniers à la valeur de marché des capitaux propres et l'ajuste pour le risque systématique. Or, la non-prise en compte des valeurs de marché et du risque de l'entreprise rend la mesure de performance particulièrement vulnérable aux manipulations comptables et peut conduire à des estimations biaisées de la création de valeur. Cela peut, de surcroît, conduire à de mauvaises décisions d'investissement.

Tableau 44 : Mesures de performance retenues dans les études identifiées portant sur l'incidence des liens interconseils sur la création de valeur

	Mesures comptables (mixtes)	Mesures de marché	Mesures récentes
	> Mesures comptables	> Mesures <i>ex ante</i>	> MVA
Perspective juridico-financière	Dowen (1995), Pfannschmidt (1996), Loderer / Peyer (2002), Nguyen-Dang (2006)	Dowen (1995), Vafeas (1999), Loderer / Peyer (2002), Ferris et al. (2003), Fich / Shivdasani (2006)	aucune étude
Perspective socio-stratégique	Geletkanycz / Hambrick (1997), Westphal (1999), Pichard-Stamford (2000), Phan et al. (2003), Kramarz / Thesmar (2004), Kim (2005)	Westphal (1999)	aucune étude
	> Mesures comptables rapportées aux valeurs de marché	> Mesures <i>ex post</i>	> EVA
Perspective juridico-financière	Charreaux (1991)	Cotter et al. (1997), Wenger / Kaserer (1999), Brown / Maloney (1999), Fich (2005), Perry / Peyer (2005), Fich / Shivdasani (2006), Kiel / Nicholson (2006)	aucune étude
Perspective socio-stratégique	aucune étude	Pichard-Stamford (2000), Harris / Shimizu (2004)	aucune étude

Source : nos propres recherches ; MVA = *market value added* ; EVA = *economic value added*

Au regard de l'absence des mesures de performance « récentes » dans les travaux figurant dans le tableau précédent, nous avons décidé d'appliquer dans notre étude, pour la première fois, un tel calcul, l'objectif étant de contribuer à obtenir – à travers la mobilisation d'un critère de performance moins biaisé que ceux jusqu'à présent mobilisés dans la littérature concernée – une vision plus claire de l'impact des liens interconseils sur la création de valeur.

Concrètement, nous nous intéresserons à la valeur économique ajoutée (VEA). Cette mesure a été proposée, pour la première fois, sous la dénomination anglo-saxonne « *economic value added* » ou *EVA*, par le cabinet d'audit et de conseil américain *Stern Stewart*. Fondée en 1982 par Joel Stern et Bennett Stewart à New York, ladite société propose essentiellement des services d'analyse et de pilotage stratégique de portefeuilles financiers.⁴³³ La valeur économique ajoutée nous semble être un critère pertinent pour mesurer la valeur actionnariale créée.

À première vue, le calcul de ce critère de performance paraît simple. Ainsi, on obtient la valeur économique ajoutée (VEA_t), générée par une firme au cours d'une période, en multipliant la valeur comptable des capitaux investis à la fin de l'année précédente (CP_{t-1}) avec le différentiel de la rentabilité générée sur ces fonds (RCI_t) et leur coût d'opportunité (CMP_t). Quant à ces derniers, ils reflètent la rentabilité requise, compte tenu du niveau de risque.

$$VEA_t = (RCI_t - CMP_t) \cdot CP_t$$

Ajoutons, ici, que le cabinet *Stern Stewart* propose une seconde méthode de calcul qui parvient au même résultat. Dans ce cas, la valeur créée (VEA_t) d'une firme découle du résultat d'exploitation après impôt et avant frais financiers (REX_t^{aj}) dont on enlève le produit du coût moyen pondéré des capitaux investis (CMP_t) et de l'actif économique de l'année précédente (AE_{t-1}). Ce dernier a pour contrepartie les fonds propres et les financements à long terme.

$$VEA_t = REX_t^{aj} - CMP_t \cdot AE_{t-1}$$

Ce qui complique le calcul de la VEA, ce sont les nombreux retraitements à réaliser. Ainsi, le cabinet de conseil américain propose plus de 164 modifications comptables à effectuer pour obtenir la « vraie » valeur économique ajoutée (STEWART, 1991). S'ajoutent, à ces difficultés, les critiques qui ont déjà été avancées face aux mesures traditionnelles de marché, à savoir l'hypothèse d'une efficience parfaite des marchés financiers, ainsi que la pertinence des méthodes utilisées pour calculer le coût des capitaux.

⁴³³ Pour plus d'informations, cf. le site Internet de la société www.sternstewart.com/?content=main&lang=eng (consulté le 19 juillet 2009).

Au vu des difficultés à opérationnaliser pour les entreprises de nos échantillons les nombreuses modifications comptables proposées, nous nous sommes inspiré d'une mesure similaire à la valeur économique ajoutée, mais ne se référant qu'à la richesse générée pour les actionnaires. Développée par FERNANDEZ / VILLANUEVA (2005), cette mesure – appelée *created shareholder value* (CSV) – représente la valeur actionnariale nette créée par une firme pour une période donnée. Il s'agit, ici, également d'une valeur de marché ajustée pour le risque puisque le coût des capitaux propres a été explicitement déduit de la rentabilité financière enregistrée. En conséquence, ce critère reflète la part de la richesse produite qui dépasse la rémunération anticipée par les actionnaires, compte tenu du risque systématique de l'entreprise. Autrement dit, il n'y aura création de valeur que si les actionnaires sont au moins rémunérés au coût d'opportunité de leur engagement financier. Pour éviter des confusions entre les *termini technici* anglo-saxons et français, nous dénommerons cette mesure « valeur actionnariale créée » (VAC).

$$VAC_t = PVA_t - (CP_{t-1}^{VM} \cdot r_{CP}^{req})$$

$$\text{avec } PVA_t = RB_t + DIV_t - \Delta CP_t^{VC} + AV_t - CO_t$$

$$r_{CP}^{req} = r_{BdT} + \pi$$

On obtient la valeur actionnariale créée lors de la période t (VAC_t) à partir de la plus-value actionnariale, réalisée pendant cette période (PVA_t), de laquelle on enlève la rentabilité requise des capitaux propres pour un investissement à niveau de risque comparable ($CP_{t-1}^{VM} \cdot r_{CP}^{requ}$). La plus-value actionnariale (PVA_t) correspond à la somme des gains enregistrés par l'actionnaire lors de cette période. Elle est composée de la rentabilité boursière enregistrée (RB_t), des versements de dividendes (DIV_t), des variations de la valeur comptable des capitaux propres (ΔCP_t^{VC}), d'autres versements éventuels aux actionnaires (AV_t) tels que l'émission de titres en dessous du pair ou encore le rachat d'actions, ainsi que des charges supportées suite à des opérations de conversion d'obligations (CO_t). La rentabilité requise des capitaux propres ($CP_{t-1}^{VM} \cdot r_{CP}^{req}$) correspond au taux de rentabilité financière de l'actif sans risque de perte de capital (i_{sr}) auquel on ajoute une prime de risque (π) qui reflète le niveau de risque systématique de l'entreprise.

Comme on peut le voir, la VAC mesure – contrairement à la VEA proposée par *Stern Stewart* – la richesse générée sur la base de la variation de la valeur de marché des capitaux propres, et non pas *via* une considération de l'évolution de la valeur comptable des fonds apportés par les actionnaires. Ceci présente l'avantage d'inclure explicitement, dans l'estimation de la

valeur créée, les anticipations continues des investisseurs concernant la capacité de l'entreprise à offrir une rentabilité financière attractive. Ainsi, cette mesure de performance reflète un caractère dynamique qui rejoint la nature de notre modèle de recherche.

Bien que l'on puisse adresser la critique que la VAC se caractérise – comme les autres mesures de performance récentes – par le fait qu'elle repose sur les valeurs de marché et qu'elle rencontre de même les points faibles déjà évoqués à cet égard, nous préférons une estimation de la valeur actionnariale créée qui est basée sur les marchés financiers. Une telle approche nous semble plus pertinente que l'évaluation de la performance financière à partir des mesures comptables, ces dernières étant *a priori* davantage manipulables que les anticipations continues des intervenants sur les marchés. En conséquence, nous proposons d'appliquer dans le cas de notre étude empirico-comparative des effets de la présence, dans l'organe de contrôle, d'administrateurs multimandats sur la performance une version modifiée de la VAC pour notre analyse empirique des réseaux d'administrateurs français et allemands.

Les informations nécessaires pour calculer la VAC ont été centralisées dans notre base de données financières et comptables dont les détails et les sources mobilisées ont déjà été précisées dans le tableau 43. Pour des raisons de disponibilité de données comptables détaillées, nous avons, cependant, simplifié la procédure de calcul de la valeur actionnariale créée. Ainsi, les versements éventuels aux actionnaires (AV_t) et les charges supportées, suite à des opérations de conversions d'obligations (CO_t) n'ont pas été considérés. Finalement, le calcul de la VAC que nous proposons, se présente donc comme suit :

$$VAC_t = PVA_t - (CP_{t-1}^{VM} \cdot r_{CP}^{req})$$

$$\text{avec } PVA_t = RB_t + DIV_t - |\Delta CP_t^{VC}|$$

$$r_{CP}^{req} = i_{sr} + \pi$$

La valeur actionnariale créée lors d'une période donnée (VAC_t) correspond aux plus-values actionnariales (PVA_t) que réalise l'investisseur pendant l'exercice considéré. Ce montant est diminué par la création de valeur minimum que les actionnaires requièrent, compte tenu du risque de l'entreprise ($CP_{t-1}^{VM} \cdot r_{CP}^{req}$) qui n'est pas éliminable par diversification. Quant à la valeur créée demandée, elle se calcule par multiplication de la valeur de marché des capitaux propres lors de la clôture de l'exercice précédent (CP_{t-1}^{VM}) avec le coût des capitaux propres (r_{CP}^{req}).

Nous avons estimé le coût des capitaux propres (r_{CP}^{req}) par une méthode très fréquemment utilisée, à savoir le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF). Ce modèle explique la rentabilité financière requise comme une fonction du taux de rentabilité de l'actif sans risque (i_{sr}) et d'une prime de risque anticipée par les investisseurs ($\beta \cdot (r_m - i_{sr})$).

$$r_{cp}^{req} = i_{sr} + \beta \cdot (r_m - i_{sr})$$

$$\text{avec } \beta = \frac{\text{cov}(r_{cp}, r_m)}{\text{var}(r_m)}$$

Pour déterminer le taux de l'actif sans risque, nous avons calculé le niveau annuel moyen des moyennes mensuelles du taux de rentabilité des placements monétaires de 12 mois sur la place de Francfort. Les données respectives ont été récupérées sur le site Internet de la *Bundesbank*.⁴³⁴ La prime de risque a été calculée en retenant la moyenne historique de la différence entre le taux de rentabilité sans risque et le taux de rentabilité du marché. Pour la France, nous avons retenu une valeur de 3,7 %, soit la moyenne historique sur 104 ans calculée par DIMSON *et al.* (2005). Pour l'Allemagne, cette moyenne s'élève à 5,2 %.⁴³⁵ La prime de risque a été ensuite multipliée avec les β des firmes. Ceux-ci ont été calculés par régression linéaire des variations journalières du cours de Bourse d'une société sur la variation de l'indice principal, à savoir le CAC 40 en France et le DAX 30 en Allemagne.

Pour pouvoir comparer la valeur actionnariale créée, nous l'avons neutralisé par l'effet de taille, en la divisant par la valeur de marché des capitaux propres à la fin de l'exercice précédent. Notre mesure de performance se calculera donc comme suit (figure 30) :

Figure 30 : Calcul de la variable explicative « VAC »

$$VAC_t^{rel} = \frac{PVA_t - (CP_{t-1}^{VM} \cdot r_{CP}^{req})}{CP_{t-1}^{VM}}$$

$$\text{avec } PVA_t = RB_t + DIV_t - |\Delta CP_t^{VC}|$$

$$r_{CP}^{req} = i_{sr} + \pi$$

Source : notre propre figure

⁴³⁴ Cf., ici, www.bundesbank.de/statistik/statistik_zeitreihen.php?lang=de&open=zinsen&func=row&tr=SU0253 (site Internet consulté le 20 juillet 2009).

⁴³⁵ Ces chiffres ont été publiés dans le manuel de finance de VERNIMMEN (2005, p. 447).

Le calcul de la valeur actionnariale créée permettra d'identifier les effets des liens inter-conseils sur performance dans une optique *ex ante*. Dans la mesure où ce critère repose sur les anticipations continues des investisseurs relatifs à la capacité de la firme à créer de la richesse, il constitue donc une mesure qui tient compte des attentes des acteurs sur les marchés. Pour obtenir des conclusions pertinentes concernant l'effet de performance du cumul de mandats, nous proposons de compléter notre analyse empirique par l'ajout d'une variable dépendante « alternative », susceptible de vérifier la création de valeur dans une perspective *ex post*. Cette démarche nous semble avoir deux atouts majeurs. D'une part, elle permet de considérer la création de valeur par deux mesures retenant des horizons d'analyse différents, ce qui réduit le risque d'interprétations biaisées. D'autre part, la mobilisation d'une mesure de performance *ex post* peut conduire à d'autres conclusions concernant l'impact du cumul de mandats sur la création de valeur que celles déduites des anticipations des acteurs sur les marchés financiers.

À ce titre, nous décidons de calculer la rentabilité des capitaux propres (*RCP*). Dans la mesure où ce critère rapporte le résultat net aux fonds apportés, elle présente également, à notre avis, une bonne mesure pour estimer la valeur actionnariale créée. Concrètement, nous proposons de calculer la rentabilité des capitaux propres, ajustée pour le risque systématique (RCP_t^{aj}) d'une société cotée lors de la période t comme suit (figure 31) :

Figure 31 : Calcul de la variable explicative « RCP »

$$RCP_t^{aj} = \frac{RN_t^{corr}}{\left(\frac{1}{2} \cdot CP_{t-1} + \frac{1}{2} \cdot CP_t\right)} - r_{CP}^{req}$$

avec $r_{CP}^{req} = i_{sr} + \pi$

Source : notre propre figure

Afin d'obtenir la rentabilité des capitaux propres, ajustée pour le risque, nous corrigeons le résultat net de l'année t (RN_t^{corr}) par des éléments exceptionnels. Nous rapportons ce résultat ensuite au montant moyen des fonds propres durant l'exercice considéré ($\frac{1}{2} \cdot CP_{t-1} + \frac{1}{2} \cdot CP_t$), l'objectif étant de tenir compte d'éventuelles variations des capitaux au cours du temps. Enfin, nous en enlevons – comme pour le calcul de la VAC – la rentabilité financière minimum requise par les actionnaires, compte tenu du risque systématique de la firme (r_{CP}^{req}).

5.2 Les variables explicatives

Il sera question ci-après de présenter l'opérationnalisation des variables explicatives de notre modèle de recherche. Nous commencerons par détailler les variables disciplinaires (1.2.1), passerons aux leviers cognitifs (1.2.2) et aux variables médiatrices (1.2.3), pour terminer par les variables de contrôle (1.2.4). Nous tenons à préciser, ici, que nous ne rappellerons pas, lors de cette présentation, la littérature sous-jacente aux différentes hypothèses posées.

5.2.1 Les variables explicatives des voies d'intervention disciplinaire

Le premier groupe de variables vise à tester si l'occupation simultanée de fonctions externes par les mandataires conduit à une surcharge de temps, se traduisant par une dégradation de la discipline au sein de l'organe de contrôle et, *in fine*, par une moindre performance.

L'hypothèse H_1 admet que la discipline diminue au fur et à mesure que le nombre total de mandats exercés augmente. Afin de tester la plausibilité de cette hypothèse, nous avons décompté, pour chaque société, le nombre de mandats (de contrôle et de direction) externes exercés par les administrateurs multimandats préalablement identifiés. Pour des raisons de disponibilité d'information, ce comptage s'est limité aux fonctions cumulées dans les sociétés de nos échantillons. Lors de ce recensement, nous avons tenu compte, pour chaque « cumulard », des dates d'entrée et de sortie dans les organes de gouvernance respectifs, l'objectif étant d'obtenir une mesure exacte du cumul des fonctions qui prend en considération d'éventuels débuts ou fins de mandats durant l'exercice. Cette démarche nous paraît pertinente car les conséquences d'un recoupement de mandats pendant deux mois ne paraissent pas comparables à celui de plusieurs postes pendant toute l'année. Un administrateur occupant, depuis six mois, une fonction de contrôle dans la firme observée et siégeant, depuis cinq ans, dans les organes de contrôle de quatre autres sociétés, cumulerait ainsi au total deux mandats externes. Pour neutraliser la somme des mandats cumulés par la variabilité de la taille des conseils d'administration, elle a été rapportée au total des mandataires représentant le côté actionnarial au sein de l'organe de contrôle. Le chiffre final reflète le nombre de mandats externes qu'exerce, en moyenne, un administrateur de la firme considérée. Il s'agit d'une variable métrique, dénommée CUMUL_TOTAL.

Outre le recensement du total des mandats de direction et de contrôle exercés, les hypothèses H_{1a} et H_{1b} visent à examiner, pour le cumul de chacune des deux catégories de mandats, leur impact sur la création de valeur. L'hypothèse H_{1a} aborde les effets de l'occupation, par un administrateur, de fonctions *managériales* externes sur la performance de la firme le mandatant. Nous supposons que l'exercice de ce type de mandats s'avère, *ceteris paribus*, plus néfaste que

celui de mandats de contrôle externes. Par conséquent, nous attendons une plus forte dégradation de la création de valeur. Le calcul de cette variable est similaire à celui du critère précité. Ainsi, nous avons recensé, pour chaque mandataire, le nombre de fonctions de direction externes occupées pendant la période observée. Nous avons appliqué à nouveau un raisonnement mensuel, la finalité étant d'aboutir à une meilleure exactitude de la mesure du cumul de postes. Aussi, le chiffre obtenu a été neutralisé par la taille du conseil d'administration. La variable final reflète le cumul de fonctions *managériales* et est dénommée CUMUL_DIREC.

Enfin, l'hypothèse H_{1b} teste le même aspect pour le cas exclusif du cumul de mandats de contrôle externes. L'impact attendu, ici, est plus faible dans la mesure où il s'agit d'un cumul de fonctions *a priori* comparables concernant leurs tâches respectives. Le principe de calcul de ce critère correspond à celui des prédécesseurs. La somme des mandats, cumulés par l'ensemble des mandataires, a été ainsi de même rapportée à la taille du conseil d'administration, la finalité étant de neutraliser l'effet de taille. La variable est dénommée CUMUL_CONTR. Elle indique le nombre de mandats de contrôle externes exercés, en moyenne, par les administrateurs représentant le côté actionnarial de l'entreprise observée durant l'exercice.

Le second groupe de variables disciplinaires cherche à tester l'efficacité du marché du travail des administrateurs externes. Selon la vision juridico-financière, ce marché est supposé récompenser – s'il fonctionne efficacement – les mandataires accomplissant avec succès leurs tâches de surveillance par l'attribution de davantage de mandats externes. Chaque administrateur étant incité à augmenter sa réputation personnelle – puisque celle-ci présente l'une des conditions essentielles pour progresser au niveau professionnel et pour augmenter la rémunération – le marché du travail des administrateurs externes constituerait une contrainte permettant de discipliner les « contrôleurs » et d'augmenter *in fine* la création de valeur.

L'opérationnalisation des hypothèses H₂, H_{2a} et H_{2b} se distingue de celle des hypothèses présentées ci-dessus dans la mesure où nous avons recensé, ici, l'ensemble des fonctions *managériales* et de contrôle occupées par les administrateurs multimandats pendant leur carrière professionnelle. L'hypothèse H₂ est relative à l'expérience professionnelle globale du mandataire. Elle a été opérationnalisée *via* l'identification, pour chaque multimandataire, de l'ensemble des fonctions de direction et de contrôle occupées jusqu'à l'année d'analyse. Ces informations ont été extraites des diverses sources présentées dans la section 4, à savoir *Who's Who in France*, *Top Management*, Guide des États Majors et *Hoppenstedt Leitende Männer und Frauen der Wirtschaft*. Au niveau du recensement, nous avons compté chaque position de direction et de contrôle occupée. Le tableau suivant synthétise les fonctions distinguées lors du décompte des expériences professionnelles des administrateurs multimandats (tableau 45).

Tableau 45 : Récapitulatif des fonctions professionnelles décomptées

Catégorie	Fonctions professionnelles retenues dans le décompte de l'expérience professionnelle d'un "cumulard"
Mandats de direction	Président-directeur général Président du directoire / du Comité Exécutif Vice-président-directeur général Vice-président du directoire Directeur général / financier / Membre du directoire Directeur général de sociétés filiales
Mandats de contrôle	Président du conseil d'administration du conseil de surveillance Vice-Président du conseil d'administration / du conseil de surveillance Membre du conseil d'administration / du conseil de surveillance Administrateur de sociétés filiales Président d'honneur / Membre d'honneur du conseil d'administration / du conseil de surveillance

Source : notre propre tableau

Comme le montre le tableau 45, nous avons distingué différentes catégories de fonctions professionnelles. Celles-ci ont été également appliquées lors d'un changement de poste au sein de la même société. Ainsi, la promotion d'un administrateur au poste de président du même conseil d'administration a été considérée comme une nouvelle fonction, les tâches respectives de ces mandats étant, certes, proches, mais de dimensions et de responsabilités différentes.

En ce qui concerne l'hypothèse H_2 , les diverses positions professionnelles ont été totalisées pour l'ensemble des administrateurs multimandats. Pour des raisons de comparabilité, ces chiffres ont été, ensuite, neutralisés par l'effet de taille, à savoir divisés par le nombre de mandataires sociaux représentant le côté actionnarial. La valeur obtenue exprime le nombre moyen de fonctions professionnelles déjà exercées par administrateur. Autrement dit, la variable constitue une approximation de l'expérience moyenne des administrateurs d'une entreprise. Il s'agit, ici, également d'une variable métrique que nous dénommons REPUT_TOTAL.

Les hypothèses H_{2a} et H_{2b} reprennent l'idée centrale de l'hypothèse H_2 , en distinguant selon la nature des fonctions professionnelles déjà occupées. La première hypothèse H_{2a} est spécifique à l'expérience professionnelle des « cumulards » au niveau des fonctions de direction. À ce titre, nous avons uniquement retenu l'ensemble des mandats de direction occupée, jusqu'à l'année observée, par chaque « cumulard ». Après la totalisation de ces chiffres, nous les avons, comme pour les variables précitées, rapportés à la taille de l'organe de contrôle de l'entreprise observée, cette dernière étant considérée comme le nombre de mandataires représentant du côté

actionnarial qui siègent, lors de l'exercice en question, dans l'organe de contrôle. La variable ainsi obtenue représente le nombre de mandats de direction exercés, en moyenne, par administrateur. Elle approxime le niveau d'expérience *managériale* des mandataires sociaux. Nous dénommons cette variable, qui est de même de nature métrique, REPUT_DIREC.

En ce qui concerne l'hypothèse H_{2b}, elle est relative à l'expérience des administrateurs multimandats en termes de compétences de contrôle. Par conséquent, la variable calculée comprend l'ensemble des mandats de contrôle jusqu'à présent exercés par les « cumulards ». La somme est rapportée au nombre total de mandataires représentants des actionnaires qui siègent au sein du conseil d'administration. La variable ainsi obtenue est appelée REPUT_CONTR. De nature métrique, cette variable approxime le niveau de « l'expérience de surveillance » des mandataires sociaux, en exprimant le nombre de fonctions de contrôle occupées, en moyenne, par administrateur. Le tableau subséquent résume l'opérationnalisation proposée des deux leviers disciplinaires de notre modèle de recherche (tableau 46).

Tableau 46: Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables disciplinaires

Hypothèse	Variable	Raisonnement sous-jacent	Opérationnalisation
H1	CUMUL_TOTAL	la surcharge de travail des "cumulards" conduit à une dégradation de la discipline au sein de l'organe de contrôle et, <i>in fine</i> , à une moindre création de valeur	Nombre de <u>mandats de direction et de contrôle externes</u> exercés par les administrateurs multimandats, rapporté à la taille de l'organe de contrôle
H1a	CUMUL_DIREC		Nombre de <u>mandats de direction externes</u> exercés par les administrateurs multimandats, rapporté à la taille de l'organe de contrôle
H1b	CUMUL_CONTR		Nombre de <u>mandats de contrôle externes</u> exercés par les administrateurs multimandats, rapporté à la taille de l'organe de contrôle
H2	REPUT_TOTAL	la pression de réputation des marchés du travail externes conduit les administrateurs à effectuer avec soin leurs tâches de contrôle, ce qui renforce la création de valeur	Nombre de <u>mandats de direction et de contrôle externes</u> exercés par les administrateurs multimandats durant leur carrière professionnelle, rapporté à la taille de l'organe de contrôle
H2a	REPUT_DIREC		Nombre de <u>mandats de direction externes</u> exercés par les administrateurs multimandats durant leur carrière professionnelle, rapporté à la taille de l'organe de contrôle
H2b	REPUT_CONTR		Nombre de <u>mandats de contrôle externes</u> exercés par les administrateurs multimandats durant leur carrière professionnelle, rapporté à la taille de l'organe de contrôle

Source : notre propre tableau

5.2.2 Les variables explicatives des voies d'intervention cognitive

La finalité des variables explicatives dans notre modèle de recherche réside dans l'idée de proposer une interprétation complémentaire du rôle de l'échange d'administrateurs communs entre firmes, permettant *in fine* de mieux évaluer l'effet des liens interconseils sur la création de valeur. L'aspect cognitif du cumul de mandats est modélisé autour de trois leviers :

- l'accès supposé privilégié à l'information et à la connaissance ;
- l'apport, par les « cumulards », de compétences généralistes et spécifiques, et ;
- la combinaison et l'exploitation de ces apports en vue de créer davantage de valeur pour les actionnaires.

L'accès privilégié à l'information et à la connaissance

Les hypothèses H₃ à H_{5d} se réfèrent à l'idée d'un meilleur approvisionnement en informations et connaissances des firmes accueillant, dans leur organe de contrôle, des administrateurs qui exercent plusieurs mandats de direction et / ou de contrôle externes. L'occupation simultanée de fonctions *managériales* et / ou de surveillance est considérée, ici, comme un moyen permettant de réaliser – grâce à l'échange cognitif avec d'autres mandataires – un *scanning* plus précis de l'environnement de la firme. Concrètement, l'entreprise mandatant le « cumulard » est supposée profiter des liens personnels au moyen d'échanges cognitifs plus bénéfiques permettant de renforcer l'efficacité du conseil d'administration et *in fine* la création de valeur.

L'accès privilégié à l'information et à la connaissance peut être appréhendé de différente manière. La première hypothèse H₃ est spécifique aux firmes potentiellement accessibles grâce à la présence d'administrateurs multimandats. À ce titre, nous avons identifié, pour chaque société, le nombre d'autres firmes, issues de notre échantillon, qui sont joignables *via* les « cumulards ». Cette somme a été ensuite divisée par le total des administrateurs multimandats présents au conseil d'administration. S'agissant d'une variable cognitive, nous avons traité les éventuels arrivées ou départs de « cumulards » au cours de l'exercice considéré comme ayant la même importance que l'occupation d'une fonction de contrôle pendant l'exercice entier. La variable calculée est dénommée INFO_FIRMES. De nature métrique, cette variable indique le nombre d'entreprises en moyenne accessibles par multimandataire. Elle constitue une mesure approximative du potentiel qu'offrent les liens interconseils aux firmes de scanner leur entourage, d'enrichir les discussions dans l'organe de contrôle et d'adapter, le cas échéant, leur stratégie.

Outre l'accès direct à l'information et à la connaissance, la présence de « cumulards » peut également faciliter l'acquisition d'informations originaires de sources externes telles que le forum d'échange *European Roundtable of Industrialists (ERT)*. L'hypothèse H_4 vise à tester cette façon indirecte d'obtenir des renseignements, en admettant que l'accès à l'ERT agrandit la base d'information pour les discussions du conseil d'administration, ce qui conduit *in fine* à une meilleure création de valeur. Pour tester la plausibilité de cette hypothèse, nous avons repéré, pour chaque société, le nombre de « cumulards » qui sont membres de l'ERT. Ce chiffre a été rapporté au total des administrateurs multimandats, le but étant de neutraliser l'effet de taille. La variable obtenue reflète la quote-part des administrateurs « cumulards » de la société respectivement analysée qui sont membres de l'ERT. Plus ce chiffre est élevé, plus l'accès de l'entreprise à des renseignements privilégiés est censé être important, et plus la société dispose de renseignements externes susceptibles d'enrichir l'élaboration de sa propre stratégie. La variable correspondante est de nature métrique et dénommée INFO_ERT.

Enfin, on peut ajouter aux deux sources d'information précitées une troisième. Recouvrant des fonctions professionnelles externes ou la participation à des événements d'ordre national, ces sources « alternatives » constituent également des possibilités pour enrichir l'approvisionnement de la firme en informations. L'hypothèse H_5 est relative à ce type de sources d'information et cherche à tester leur influence sur la performance. Concrètement, nous avons repéré, au niveau de chaque entreprise, les multimandataires qui occupent la fonction de professeur honoraire ou qui détiennent les décorations honorifiques suivantes : professeur ou docteur *honoris causa*, sénateur honorifique, titulaire de l'Ordre de la Légion d'honneur ou de l'Ordre du Mérite de la République française ou membre de l'Ordre du Mérite de la République fédérale d'Allemagne (*Verdienstorden der Bundesrepublik Deutschland* – parfois aussi appelé : *Bundesverdienstkreuz*), chaque identification étant considérée comme une source alternative. Les différentes sources ont été totalisées, d'abord, au niveau de chaque cumulard, puis, au niveau de l'entreprise observée. La somme obtenue a été rapportée au total des « cumulards » de la société. Le chiffre final indique le nombre de sources d'information alternatives en moyenne accessibles par administrateur multimandats. La variable se caractérise par une nature métrique. Elle est dénommée INFO_ALTER.

Pour analyser nos sous-échantillons nationaux, nous proposons de procéder à une considération explicite de chacune des quatre sources d'information et de connaissance précitées. Concrètement, nous envisagerons d'étudier, pour l'échantillon français, l'incidence des liens personnels envers l'Ordre de la Légion d'honneur et l'Ordre du Mérite, ces deux décorations étant fréquemment répandues parmi les États-majors de l'Hexagone. L'hypothèse H_{5a} modélise l'accès d'une entreprise, à travers ses administrateurs multimandats, à l'Ordre de la Légion

d'honneur (variable INFO_LEGION). En revanche, l'accès, *via* les liens personnels, aux sources d'information et de connaissance de l'Ordre national du Mérite est modélisé par l'hypothèse H_{5b} (variable INFO_MERITE). Au niveau de l'Allemagne, nous évoquerons l'incidence du fait qu'un « cumulard » occupe parallèlement une fonction honorifique ou détenant la décoration fédérale allemande (*Bundesverdienstkreuz*). À ce titre, l'hypothèse H_{5c} modélise l'effet sur la performance des « cumulards » occupant, outre leurs fonctions de surveillance, des fonctions honorifiques (variable INFO_HONOR). Quant à l'incidence de la décoration allemande *Bundesverdienstkreuz*, elle est modélisée par l'hypothèse H_{5d} (variable INFO_BVK).

Précisons, ici, que le calcul de ces quatre variables s'est effectué de la même façon que celui de la variable globale INFO_ALTER. Après le décompte des fonctions et décorations respectives, les sommes respectivement obtenues ont été neutralisées par le total des « cumulards » siégeant au conseil d'administration, l'objectif étant de rendre les variables comparables pour les sociétés ayant des organes de gouvernance de taille différente. Rappelons que le raisonnement sous-jacent à toutes ces variables est que la participation des multimandataires à ce type d'événements, permet d'approvisionner davantage la firme en informations et connaissances. Cela peut enrichir les échanges cognitifs au sein du conseil d'administration / de surveillance et ainsi contribuer à augmenter la création de valeur pour les actionnaires.

Tableau 47 : Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables cognitives – l'accès privilégié à l'information et à la connaissance

Hypothèse	Variable	Raisonnement sous-jacent	Opérationnalisation
H3	INFO_FIRMES	les liens interconseils constituent un accès privilégié à l'information et à la connaissance qui permet d'enrichir les échanges cognitifs au sein du conseil d'administration, et ainsi <i>in fine</i> d'augmenter la création de valeur	Nombre d' <u>entreprises potentiellement accessibles</u> par les administrateurs multimandats, rapporté au total des "cumulards" siégeant au conseil d'administration
H4	INFO_ERT		Quote-part des <u>administrateurs multimandats membres de l'ERT</u>
H5	INFO_ALTER		Nombre de <u>sources d'informations alternatives accessibles</u> par les administrateurs multimandats, rapporté au total des "cumulards" siégeant au conseil d'administration
H5a	INFO_LEGION		Quote-part des <u>administrateurs multimandats membres de l'Ordre de la Légion d'honneur de la République française</u>
H5b	INFO_MERITE		Quote-part des <u>administrateurs multimandats membres de l'Ordre du Mérite de la République française</u>
H5c	INFO_HONOR		Quote-part des <u>"cumulards" occupant une fonction de professeur honoraire ou détenant des titres honorifiques</u>
H5d	INFO_BVK		Quote-part d' <u>administrateurs multimandats membres de l'Ordre du Mérite de la République fédérale d'Allemagne</u>

Source : notre propre tableau

L'apport de connaissances généralistes et spécifiques

Le second levier d'intervention de la perspective cognitive a pour objectif d'étudier la contribution, aux échanges cognitifs, des multimandataires *via* l'apport de compétences généralistes et spécifiques. Cet aspect repose sur l'hypothèse que l'accès à des postes de haute responsabilité demande un niveau élevé de compétences généralistes, considérées comme nécessaires pour pouvoir prendre des décisions stratégiques. Ce type de compétences est censé être essentiellement acquis par la poursuite de formations élitistes. Le niveau d'éducation est supposé refléter les capacités cognitives d'une personne, la présence de « cumulards » ayant poursuivi une formation supérieure élitiste renforcerait ainsi le niveau de compétences généralistes, permettant par-là d'aboutir à de meilleurs *outputs* cognitifs du conseil d'administration, et *in fine*, à une meilleure création de valeur pour les actionnaires.

L'objet d'analyse de l'hypothèse H₆ est l'impact global de la présence de « cumulards » ayant profité d'une formation privilégiée, indépendamment de la nature de cette dernière. Ainsi, nous avons décompté, pour chaque organe de contrôle, le nombre de multimandataires ayant poursuivi un doctorat ou une formation dans un établissement d'enseignement supérieur qui est membre de la Conférence des Grandes Écoles.⁴³⁶ Cette somme a été, pour des raisons de comparabilité, divisée par le nombre total des administrateurs multimandats présents au conseil. La variable finalement obtenue est dénommée COMPET_GENER. De nature métrique, elle représente la quote-part de « cumulards » d'une firme ayant, en moyenne, effectué une formation élitiste. Précisons, à ce titre, que nous sommes tout à fait conscient de la critique que l'on peut adresser à notre démarche. Comme nous ne considérons, ici, que l'éventuelle formation élitiste des multimandataires, on peut ainsi prétendre que l'origine de la formation des mandataires « non-cumulards » n'est pas prise en compte. Dans la mesure où notre objectif de recherche consiste en l'analyse de l'effet sur la performance du cumul de mandats, cette limitation nous paraît, cependant, pertinente, le niveau de formation des autres mandataires sociaux n'étant pas négligé, mais interprété, ici, comme faisant partie de l'élément « *ceteris paribus* ».

Pour rendre compte des particularités nationales de nos sous-échantillons français et allemand, nous avons, ensuite, élaboré différentes hypothèses spécifiques pour chaque pays. L'hypothèse H_{6a} est relative à la poursuite d'une formation dans une Grande École française. Pour tester cet aspect, nous avons compté le nombre de « cumulards » diplômés par un établissement d'enseignement supérieur faisant partie de ladite Conférence des Grandes Écoles. Le chiffre correspondant a été, après, divisé par le total des administrateurs multimandats siégeant

⁴³⁶ Cf. www.cge.asso.fr/cadre_ecole.html (site Internet consulté le 03 août 2009). Bien que l'Institut d'Études Politiques (Sciences Po) ne fasse pas partie de la CGE, nous l'avons ajouté, ici, au groupe des Grandes Écoles.

dans l'entreprise considérée. La variable finale, dénommée *COMPET_ECOLE*, reflète la quote-part des mandataires « cumulards » qui sont diplômés d'une école élitiste de l'Hexagone. En raison de l'apparente importance, pour la formation des états-majors en France, de deux établissements d'enseignement supérieur – à savoir l'École Nationale d'Administration (ÉNA) et l'École Polytechnique (X) –, nous avons, ensuite, construit des hypothèses spécifiques et relatives à ces deux écoles. L'hypothèse H_{6b} a pour objectif de tester l'impact sur la performance de « cumulards » sortant de l'ÉNA. L'hypothèse H_{6c} est relative au rôle de l'École Polytechnique. Pour vérifier leur importance respective, nous avons totalisé le nombre d'administrateurs multimandats ayant effectué un parcours dans l'ÉNA (H_{6b}) ou dans l'X (H_{6c}). Les sommes respectives ont été, ensuite, divisées par le total des mandataires « cumulards » siégeant au conseil d'administration de la firme observée, la finalité étant de neutraliser l'effet de taille des organes de gouvernance. Les variables finales sont dénommées *COMPET_ENA* et *COMPET_X*. Elles indiquent la quote-part des administrateurs « cumulards » d'une entreprise qui sont diplômés, selon l'hypothèse sous-jacente, de l'ÉNA ou de l'X.

Enfin, l'hypothèse H_{6d} est relative à l'échantillon allemand et appréhende l'importance apparente de la poursuite d'un cursus doctoral pour accéder à des postes de responsabilité dans le monde des affaires en Allemagne. Pour vérifier cette hypothèse, nous avons cumulé, au niveau de chaque société cotée, les multimandataires se caractérisant pour la poursuite d'un cursus doctoral en Allemagne ou à l'étranger. Cette somme a été – comme dans le cas des variables précédentes – divisée par le total des mandataires « cumulards » présents au conseil de surveillance de l'entreprise analysée. La variable obtenue – qui est aussi de nature métrique – est dénommée *COMPET_PHD*. Cette mesure indique la quote-part des administrateurs multimandats d'une entreprise allemande portant le titre académique de docteur.

Outre les compétences généralistes précitées, les capacités cognitives d'un administrateur multimandats – développées durant sa carrière professionnelle – sont supposées avoir un impact non négligeable sur le niveau de création de valeur de l'entreprise. L'hypothèse liée repose sur l'argument que l'occupation, par un mandataire social, de nombreuses fonctions *exécutives* ou de contrôle permet d'acquérir, au cours de la carrière, une multitude de compétences différentes. Ces dernières peuvent s'avérer particulièrement bénéfiques pour les échanges cognitifs au sein des organes de gouvernance des sociétés mandatant le « cumulard ». Cet atout semble être notamment donné aux administrateurs de sociétés à structure moniste qui exercent parallèlement un mandat de contrôle dans cette entreprise ou, encore, pour les administrateurs ayant exercé, avant leur entrée dans l'organe de contrôle de la firme en question, une fonction dans l'équipe dirigeante de cette entreprise.

L'hypothèse H₇ se réfère à l'argument précité d'un cumul de compétences spécifiques par les multimandataires. Pour l'opérationnaliser, nous avons repéré les « cumulards » ayant occupé par le passé ou occupant lors de la période considérée des fonctions *managériales* dans la firme observée. La somme obtenue a été ensuite divisée par le nombre total de « cumulards » siégeant dans l'organe de contrôle de cette firme. La variable est dénommée COMPET_SPECI. Il s'agit, ici, d'un critère métrique indiquant la quote-part des « cumulards » qui sont familiers avec l'activité de l'entreprise puisqu'ils ont occupé ou occupent encore un poste de responsabilité dans le *management* de la société dans laquelle ils siègent également au conseil d'administration. Le recensement de cette variable nous permet de vérifier tant l'incidence, sur la performance, de la présence parallèle de « cumulards » dans les organes de direction et de contrôle de firmes à structure moniste que celle du passage, à l'organe de contrôle, de dirigeants à la fin de leur mandat de direction. Le tableau suivant résume l'opérationnalisation de nos hypothèses relatives à l'apport de compétences généralistes et spécifiques (tableau 48).

Tableau 48 : Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables cognitives – l'apport de compétences généralistes et spécifiques

Hypothèse	Variable	Raisonnement sous-jacent	Opérationnalisation
H6	COMPET_GENER	La poursuite d'une formation élitiste permet d'acquérir des compétences généralistes et peut ainsi contribuer à l'enrichissement des échanges cognitifs, permettant <i>in fine</i> de créer davantage de valeur.	Nombre de " <u>cumulards</u> " ayant poursuivi une formation élitiste, rapporté au total des "cumulards" siégeant au conseil d'administration
H6a	COMPET_ECOLE		Nombre de " <u>cumulards</u> " ayant poursuivi une formation dans une <u>Grande École</u> , rapporté au total des "cumulards" siégeant dans l'organe de contrôle
H6b	COMPET_ENA		Nombre de " <u>cumulards</u> " ayant poursuivi une formation à l'ÉNA, rapporté au total des "cumulards" siégeant au conseil d'administration
H6c	COMPET_X		Nombre de " <u>cumulards</u> " ayant poursuivi une formation à l'École polytechnique, rapporté au total des "cumulards" siégeants dans l'organe de contrôle
H6d	COMPET_PHD		Nombre de " <u>cumulards</u> " disposant d'un doctorat, rapporté au total des "cumulards" siégeant au conseil d'administration
H7	COMPET_SPECI	La présence de "cumulards" étant (d'anciens) dirigeants de la firme peut enrichir les échanges cognitifs et ainsi renforcer la création de valeur	Nombre d' <u>administrateurs multimandats ayant occupé ou occupant actuellement une fonction exécutive dans l'entreprise</u> , rapporté au total des "cumulards" siégeant au conseil d'administration

Source : notre propre tableau

La combinaison et l'exploitation des apports des « cumulards »

La dernière variable de la perspective cognitive de notre modèle vise à rendre compte du processus de combinaison et d'exploitation des diverses ressources apportées par les administrateurs multimandats, l'hypothèse sous-jacente étant que la présence de ce type de mandataires permet de renforcer l'efficacité cognitive de l'organe de contrôle. La réflexion repose sur l'idée que le conseil d'administration peut être considéré comme une équipe de travail restreinte qui a pour mission – outre la surveillance de l'équipe dirigeante – de soutenir cette dernière en termes cognitifs lors de l'élaboration de la stratégie. Son efficacité est essentiellement déterminée par la nature des relations existant en son sein. Il s'agit, ici, notamment de la confiance entre les mandataires et de leur proximité sociale. L'argument relatif aux « cumulards » est qu'une longévité importante de mandataires se connaissant grâce à leurs missions externes et ayant des origines sociales proches, conduit à la constitution de relations confiantes, tant entre eux-mêmes qu'avec l'équipe dirigeante. Cela permettrait de produire de meilleurs *outputs* cognitifs collectifs, susceptibles de renforcer *in fine* la création de valeur de la firme.

L'hypothèse H₈ cherche à appréhender l'impact supposé positif de la combinaison et de l'exploitation des divers apports des mandataires « cumulards ». Pour l'opérationnaliser, nous avons repéré, pour chaque administrateur multimandats, le nombre d'années pendant lesquelles il a siégé dans l'organe de contrôle, l'année courante n'étant pas comptée. La somme a été ensuite divisée par le total des multimandataires présents au conseil. Ce critère indique la longévité moyenne d'un « cumulard » de l'entreprise considérée. Plus ce chiffre est élevé, plus longtemps les administrateurs ont siégé dans l'organe de contrôle et plus les échanges cognitifs sont censés avoir été bénéfique à la création de valeur de l'entreprise. Le tableau subséquent rappelle brièvement l'opérationnalisation du dernier aspect du levier cognitif (tableau 49).

Tableau 49 : Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables cognitives – la combinaison et l'exploitation des apports des « cumulards »

Hypothèse	Variable	Raisonnement sous-jacent	Opérationnalisation
H8	LONGEVITE	Une longévité élevée des "cumulards" conduit à établir de la confiance, permettant de renforcer l'efficacité cognitive de l'organe de contrôle et d'augmenter ainsi la création de valeur	<u>Longévité cumulée des administrateurs multimandats</u> dans l'entreprise, rapportée au nombre de "cumulards" siégeant au conseil d'administration

Source : notre propre tableau

5.2.3 Les variables médiatrices

L'objectif des variables médiatrices est de mettre en perspective les modalités affectant l'incidence des liens interconseils sur la création de valeur. La mobilisation, dans notre modèle, de ce type de variables s'impose puisque certains aspects de gouvernance tels que l'âge des mandataires se caractérisent tant par un impact direct sur l'efficacité du conseil que par un effet indirect *via* les liens interconseils. L'avantage de l'inclusion de variables médiatrices est donc qu'elles permettent de rendre les schémas de causalité entre ces facteurs plus clairs.

L'hypothèse H₉ est relative à l'incidence de la taille de l'organe de contrôle. Pour rendre compte de la taille du conseil, nous avons retenu, pour chaque société, le nombre d'administrateurs du côté actionnarial. À ce titre, nous avons tenu compte d'éventuels départs ou arrivées d'administrateurs au cours de l'année, l'objectif étant d'aboutir à une mesure plus précise. La variable respective est dénommée TAILLE_CONSEIL. L'hypothèse H₁₀ appréhende l'incidence de la fréquence des réunions du conseil d'administration. Pour l'inclure, nous avons retenu, pour chaque entreprise, le nombre de fois que l'organe de contrôle s'est réuni lors de l'exercice considéré. Ont été incluses, dans le décompte, tant les réunions ordinaires qu'exceptionnelles (REUNIONS). L'hypothèse H₁₁ concerne l'influence de l'existence de comités consultatifs spécialisés. Cet aspect est mobilisé par le simple décompte du nombre de comités existant à travers le conseil d'administration (COMITES). L'hypothèse H₁₂ est spécifique à l'âge des administrateurs. Ce critère a été mobilisé via le calcul de l'âge exact des mandataires du côté actionnarial présents à la fin de l'exercice analysé. À ce titre, les données manquantes ont été remplacées par la moyenne d'âge des mandataires de l'organe de contrôle pour lesquels nous avons disposé d'informations précises concernant leur date de naissance (AGE).

Tableau 50 : Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables médiatrices

Hypothèse	Variable	Opérationnalisation
H9	TAILLE_CONSEIL	nombre d'administrateurs représentants du côté actionnarial
H10	REUNIONS	nombre de réunions annuelles de l'organe de contrôle
H11	COMITES	nombre de comités consultatifs spécialisés
H12	AGE	moyenne d'âge des administrateurs

Source : notre propre tableau

5.2.4 Les variables de contrôle

L'objectif des variables de contrôle est de tester la plausibilité des développements théoriques, relatifs aux effets des liens interconseils sur la performance, à travers la considération de facteurs d'influence non liés aux variables centrales du modèle. Autrement dit, les variables de contrôle recouvrent des éléments explicatifs de la création de valeur autres que les arguments principaux avancés, et permettent de s'assurer de la condition *ceteris paribus*.

L'hypothèse H₁₃ est relative à l'effet de la taille de l'entreprise sur la création de valeur. Celle-ci est mesurée par le logarithme du total de l'actif en fin d'exercice (TAILLE_FIRME). L'hypothèse H₁₄ concerne l'effet sur la création de valeur suite à la présence d'un actionnaire dominant. Pour opérationnaliser cette hypothèse, nous avons vérifié la présence d'un actionnaire détenant au minimum 10 % du capital de la firme observée. Nous avons établi une variable binaire prenant la valeur 1 en cas d'existence d'un tel actionnaire (ACTION_DOMIN) et de 0 autrement. L'hypothèse H₁₅ modélise le rôle de la coexistence de participations financières. Ici, nous avons identifié s'il existe au moins un lien de capital à hauteur de 5 % venant de l'une des sociétés mandant les « cumulards » présents au conseil d'administration (LIENS_FIN). Enfin, la dernière hypothèse H₁₆ est relative à la structure organisationnelle. À ce titre, nous avons vérifié si la firme applique une structure moniste à cumul des fonctions du premier dirigeant et du président de l'organe de contrôle. Il s'agit, ici, de même d'une variable binaire prenant la valeur 1 en cas d'existence du cumul fonctionnel, sinon 0 (STRUCT_MON). Précisons que l'hypothèse H₁₆ ne sera vérifiée que pour le sous-échantillon français, la structure organisationnelle des sociétés allemandes étant *de jure* fixée à une forme duale à séparation fonctionnelle. L'opérationnalisation des variables de contrôle est résumée ci-après (tableau 51).

Tableau 51 : Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables de contrôle

Hypothèse	Variable	Opérationnalisation
H13	TAILLE_FIRME	logarithme naturel du total de l'actif
H14	ACTION_DOMIN	1 si existence d'un actionnaire dominant détenant au moins 10 % du capital, sinon 0
H15	LIENS_FIN	1 si existence d'une participation financière supérieure ou égale à 5 % au capital par une société dont le "cumulard" siège au conseil, sinon 0
H16	STRUCT_MON	1 si application d'une structure moniste à cumul fonctionnel, sinon 0

Source : notre propre tableau

Conclusion du premier chapitre

Le premier chapitre de cette quatrième partie nous a permis de rappeler et de synthétiser les grandes lignes de notre modèle de recherche, en mettant notamment en lumière la nature des différentes hypothèses à tester, les caractéristiques des informations et renseignements récoltés concernant les liens interconseils existant entre les grandes sociétés cotées de part et d'autre du Rhin, ainsi que l'opérationnalisation des variables explicatives et à expliquer.

Dans la première section, nous avons détaillé la méthodologie retenue pour mener notre analyse empirico-comparative. Il s'agissait, ici, de justifier tant le choix d'une démarche hypothético-déductive, que celui de conduire des tests empiriques sous forme de régressions multivariées de données de *panel*. Nous avons synthétisé, dans la seconde section, les principaux traits de notre modèle de recherche. Basé sur une structure « bi-céphale », ce modèle propose de combiner, *via* la mobilisation d'un cadre théorique synthétique de la gouvernance, les arguments de la vision juridico-financière traditionnelle et de les combiner avec des éléments originaux de différents courants cognitifs et stratégiques. À cet égard, il était question d'inclure, notamment, le potentiel des « cumulards » pour enrichir, grâce à leurs nombreuses expériences, les échanges cognitifs au sein de l'organe de contrôle et de renforcer par-là la création de valeur. La troisième section visait à résumer brièvement les hypothèses à tester que nous avons déduites de notre modèle de recherche. Nous avons mis, ici, l'accent sur une présentation distincte des hypothèses relatives à la perspective disciplinaire, à la vision cognitive, aux variables médiatrices et aux variables de contrôle. Nous avons présenté, après, la construction des échantillons de notre analyse. Il s'agit, à ce titre, d'un échantillon global comprenant les sociétés des indices boursiers CAC 40 et DAX 30. De plus, nous proposons d'étudier des sous-échantillons nationaux. La dernière section visait à mettre en avant l'opérationnalisation des variables proposées lors de la construction de notre modèle et des hypothèses en découlant. Nous avons distingué les variables reflétant les perspectives disciplinaires et cognitives, ainsi que les variables médiatrices et de contrôle, leurs finalités respectives étant différentes.

À partir de l'ensemble de ces éléments, nous pouvons procéder aux analyses descriptives et empiriques de notre modèle de recherche synthétique. Le chapitre 2 sera dédié à la présentation des caractéristiques générales des liens personnels en France et en Allemagne. L'objectif du chapitre 3 consistera en l'analyse empirique détaillée – au moyen de régressions de données de *panel* – des effets du cumul de mandats sur la création de valeur.

Chapitre 2 : Les caractéristiques des liens interconseils français et allemands dans une perspective comparative

L'objectif du chapitre subséquent est double. D'une part, il vise à présenter les caractéristiques générales des liens personnels des échantillons construits. À ce sujet, nous mettrons en perspective tant les principaux éléments de l'échantillon global, composé des premières sociétés cotées de part et d'autre du Rhin, que les caractéristiques des deux sous-échantillons nationaux. D'autre part, il sera question, à partir de ces éléments, de montrer les différences majeures et les similitudes entre les réseaux d'administrateurs en France et en Allemagne. Par conséquent, nous évoquerons ci-après, d'abord, la nature de notre échantillon global (section 1), pour passer, ensuite, à l'analyse comparative des échantillons français et allemand (section 2).

Section 1 : Les liens interconseils : analyse de l'échantillon global

L'analyse de notre échantillon global, qui comprend les « *Blue Chips* » françaises et allemandes précédemment décrites, nous permet de fournir une première image de la nature contemporaine des liens interconseils dans deux économies européennes majeures. Nous comparerons nos résultats avec ceux des travaux portant sur les réseaux d'administrateurs européens d'AGARDI / ALCOUFFE (2007), GUIEU / MESCHI (2008) et MAATI (2008).

Tableau 52 : Caractéristiques des firmes composant l'échantillon global en 2005

	Minimum	Maximum	Moyenne	Médiane	Total
Total de l'actif*	3.026,2	1.258.079	142.871,1	30.930,9	10.000.975
Capitalisation boursière*	4.309,5	130.277,9	24.415,8	15.754,0	1.709.109
Dividende versé**	0,0	3.510,0	552,1	393,3	38.646,0
Effectif	2.921	460.800	110.537	80.047	7.737.568

Source : Thomson Financial, rapports annuels, 70 sociétés cotées ; * = au 31.12. de l'année considérée en M €, ** = au cours de l'exercice considéré en M €

La focalisation, dans notre analyse, sur les entreprises *leaders*, permet de rassembler des sociétés de taille et de capitalisation importantes (tableau 52). Fin 2005, notre échantillon global est ainsi composé de 70 entreprises dont le total du bilan varie entre 3,03 Md € pour le groupe Essilor et 1.258,08 Md € dans le cas de la banque parisienne BNP Paribas. Le total de l'actif de la moitié des sociétés retenues dépasse le seuil de 30 Md €. En raison des poids lourds issus du secteur financier, la moyenne de l'actif atteint un niveau d'environ 143 Md €. En ce qui con-

cerne la valeur de marché, on constate des chiffres similaires. Ainsi, la capitalisation boursière, enregistrée le 31 décembre 2005, varie entre 4,3 Md € pour le groupe touristique *TUI* et 130,3 Md € pour le géant pétrolier *Total*, la moyenne se montant à 24,4 Md €. De plus, la moitié des entreprises se caractérise par une valeur boursière supérieure à 15,8 Md €. Lors de l'exercice 2005, 66 des 70 sociétés ont versé des dividendes d'un total de plus de 38,6 Md €, le groupe *Total* payant seul 3,5 Md €. Les sociétés emploient dans leur ensemble plus de 7 M de salariés. À ce titre, l'effectif du groupe allemand *Siemens* (460.800) dépasse plus de 150 fois celui du groupe financier *Deutsche Börse* qui emploie, en 2005, moins de 3.000 personnes (2.921).

Le tableau suivant montre l'évolution des moyennes des chiffres économiques et comptables, retenus dans le tableau précédent, lors de notre période d'observation (tableau 53). Il révèle plusieurs renseignements intéressants. Ainsi, la moyenne d'effectif des sociétés n'a quasiment pas changé au cours des cinq années de notre analyse et oscille autour d'un niveau de 110.000 employés. En revanche, la moyenne de la valeur comptable connaît une progression de près d'un cinquième lors de cette même période, en atteignant son plus faible niveau en 2002, pour grimper à un niveau de plus de 140 Md € à la fin de l'année 2005.

Tableau 53 : Évolution des chiffres-clés des firmes de l'échantillon global

	2001	2002	2003	2004	2005
Total de l'actif*	121.103,8	110.002,5	113.172,3	120.096,6	142.871,1
Capitalisation boursière*	22.472,2	14.329,4	18.152,4	19.827,1	24.415,8
Dividende versé**	454,1	392,3	352,4	408,8	552,1
Effectif	111.249	107.300	105.654	106.804	110.537
Nombre de firmes	69	70	70	70	70

Source : *Thomson Financial*, rapports annuels, 70 sociétés cotées ; * = au 31.12. de l'année considérée en M €, ** = au cours de l'exercice considéré en M €

En ce qui concerne la capitalisation boursière, elle se dégrade considérablement entre 2001 et 2002 – en raison du *krach* boursier engendré par l'éclatement de la bulle Internet –, mais regagne en valeur dans les années qui suivent, pour atteindre un niveau moyen de 24,4 Md € à la fin de l'année 2005. Parallèlement, les dividendes versés, en moyenne, aux actionnaires, diminuent de 454 M € en 2001 à 352 M € en 2003, pour dépasser en 2005 la barre des 500 M €. Néanmoins, on constate que les sociétés ne rémunérant pas leurs actionnaires ne sont pas très nombreuses, leur nombre variant entre une entreprise en 2001 et huit firmes en 2004.

1.1 Les caractéristiques des liens interconseils identifiés

Après avoir dressé un premier portrait des chiffres économiques et comptables clés des firmes de notre échantillon, il sera question, ci-après, de s'interroger davantage sur les caractéristiques des liens interconseils existant au niveau des sociétés françaises et allemandes. Comme on peut le voir dans le tableau suivant, la quasi-totalité des firmes observées se caractérise par la présence, dans leur organe de contrôle, de mandataires « cumulards » (tableau 54).

Tableau 54 : Évolution des liens personnels

	2001	2002	2003	2004	2005
Nombre de firmes analysées	69	70	70	70	70
Nombre de firmes interconnectées	67	68	68	69	69
Total des liens personnels créés	921,3	941,1	877,1	898,9	870,8
Liens noués en moyenne par firme	13,4	13,4	12,5	12,8	12,4
Maximum de liens noués	38,1	33,1	32,8	32,3	28,6
Cumul moyen par administrateur*	1,12	1,14	1,08	1,11	1,07
Cumul maximum par administrateur	3,08	3,42	3,09	2,88	2,81

Source : nos propres recherches et calculs ; * correspond à la variable CUMUL_TOTAL

Plus précisément, la quote-part des sociétés accueillant des multimandataires varie entre 97,1 % (2001) et 98,6 % (2005). Fin 2005, seul le groupe pharmaceutique *Fresenius Medical Care* n'entretient pas de liens personnels avec d'autres firmes issues du CAC 40 ou du DAX 30. En dépit de la très forte interconnexion des sociétés, le tableau indique, toutefois, une tendance générale à la baisse des liens interconseils, leur nombre total diminuant de 921,3 liens en 2001 à un niveau, certes toujours important, de 870,8 liens en 2005. Dans le même temps, le nombre de relations, nouées en moyenne par firmes, baisse de 13,4 en 2001 à 12,4 liens quatre ans plus tard. Cela semble notamment dû à la réduction de l'échange de mandataires au niveau des firmes les plus interconnectées. Si la société accueillant le plus de « cumulards » se caractérise ainsi, en 2001, par l'entretien de 38,1 relations personnelles (BNP Paribas), ce chiffre diminue de presque dix liens à un niveau de 28,6 liens en 2005 (*Deutsche Lufthansa*).

L'apparente réduction des relations interconseils se confirme également lors de l'analyse des chiffres moyens relatifs à l'administrateur, à savoir après neutralisation pour l'effet de taille. En effet, on constate, ici, de même une diminution des relations personnelles nouées, celles-ci s'affaiblissant de 1,12 lien par mandataire représentant des actionnaires en 2001 à un niveau de 1,07 cinq ans plus tard. Parallèlement, la valeur maximum du cumul moyen par administrateur diminue de 3,08 postes en 2001 (*Linde*) à un niveau de 2,81 en 2005 (*Allianz*).

Tableau 55 : Évolution des liens personnels distingués selon leur nature

		2001	2002	2003	2004	2005
Liens noués vers d'autres équipes dirigeantes	Nombre de firmes analysées	69	70	70	70	70
	Nombre de firmes disposant de ces liens	55	58	60	60	60
	Total des liens personnels créés	151,8	149,3	126,9	123,4	119,4
	Liens noués en moyenne par firme	2,2	2,1	1,8	1,8	1,7
	Maximum de liens noués	8,0	7,0	5,3	5,4	5,3
	Cumul moyen par administrateur*	0,19	0,18	0,16	0,15	0,15
	Cumul maximum par administrateur	0,80	0,70	0,54	0,53	0,59
Liens noués vers d'autres organes de contrôle	Nombre de firmes analysées	69	70	70	70	70
	Nombre de firmes disposant de ces liens	67	68	68	69	69
	Total des liens personnels créés	769,5	791,8	750,2	775,5	751,4
	Liens noués en moyenne par firme	11,2	11,3	10,7	11,1	10,7
	Maximu de liens noués	33,7	31,7	29,8	29,3	27,1
	Cumul moyen par administrateur**	0,93	0,96	0,92	0,96	0,93
	Cumul maximum par administrateur	2,79	3,00	2,74	2,54	2,71

Source : nos propres recherches et calculs ; * correspond à la variable CUMUL_DIRECT ;
 ** correspond à la variable CUMUL_CONTR

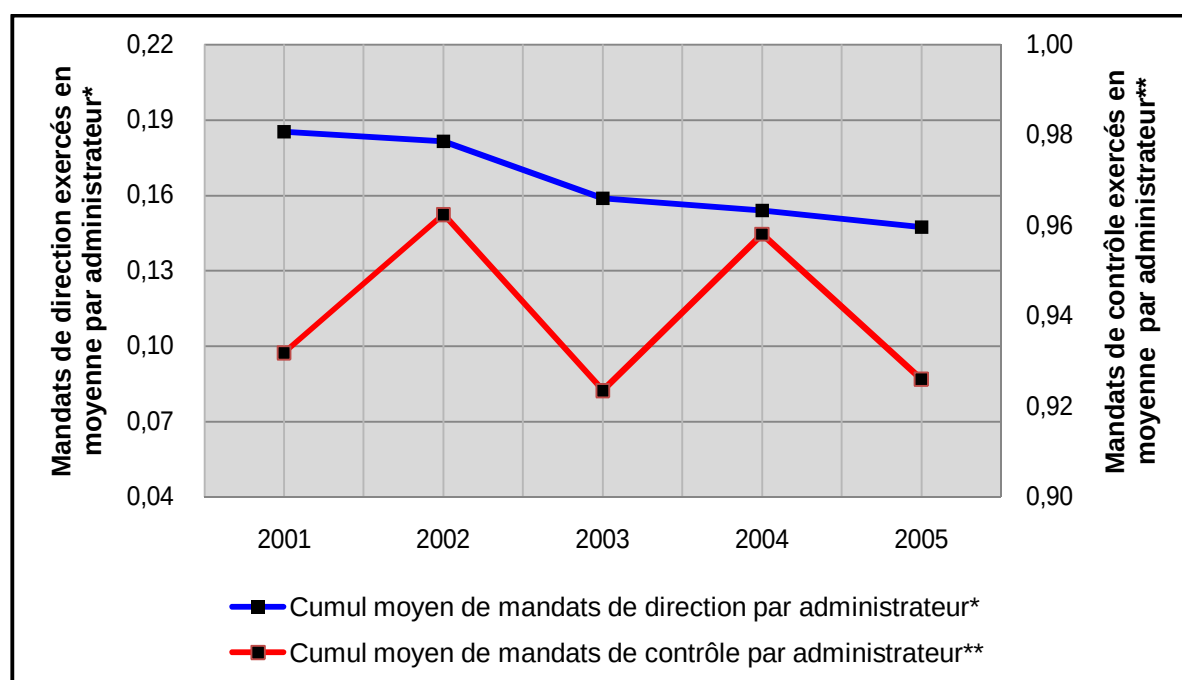
L'analyse de l'évolution des liens personnels, distingués selon leur nature, fait aussi ressortir des renseignements intéressants (tableau 55). La diminution constatée des liens s'explique ainsi presque exclusivement par une baisse des relations établies vers des équipes de direction d'autres sociétés de l'échantillon. Leur somme respective baisse de 151,8 liens en 2001 à un niveau de 119,4 en 2005, soit une baisse d'environ 21 % en cinq ans. Or, dans la même période, le total des relations créées vers des organes de contrôle externes ne diminue guère, passant d'un niveau de 770 liens en 2001 à 751 relations en 2005, soit une baisse de moins de 3 %.

Parallèlement, on observe que la quote-part des firmes qui se caractérisent par ce type de relations personnelles augmente d'un niveau, déjà très important, de 97,1 % en 2001 à 98,6 % en 2005. Ainsi, 69 des 70 entreprises se retrouvent – *via* les liens d'administrateurs – au sein d'un même réseau, seul le groupe pharmaceutique allemand *Fresenius Medical Care* n'en faisant pas partie. En revanche, la quote-part des sociétés dont les mandataires sont originaires de directions générales externes est plus faible, bien qu'elle atteigne tout de même 85,7 % en 2005, après un niveau de 79,7 % cinq ans auparavant. Autrement dit, plus de quatre sociétés sur cinq accueillent au moins un administrateur occupant une fonction exécutive externe. Malgré la baisse du total des liens interconseils, force est ainsi de constater que ce type de relation inter-firmes se répartit, à la fin de l'année 2005, sur davantage d'entreprises qu'en 2001.

Quand on regarde l'évolution des liens au niveau de l'entreprise, on obtient une image similaire. Ainsi, le nombre de relations nouées, en moyenne, par une firme vers d'autres équipes dirigeantes, diminue de 2,2 en 2001 à 1,7 en 2005, soit une baisse d'environ un quart. À ce titre, la réduction est particulièrement remarquable pour les sociétés abritant le plus de « cumulards *managériaux* ». Si le groupe Vinci figurait, en 2001, avec huit liens de *management* externes, en tête des firmes entretenant le plus de relations personnelles, cette position est occupée, cinq ans plus tard, par Sanofi-Synthélabo, ce dernier ne cumulant toutefois que 5,3 liens de ce type. En revanche, le nombre de relations établies vers d'autres conseil d'administration / de surveillance ne recule que légèrement de 11,2 liens par firme en 2001 à un niveau de 10,7 fin 2005. Ici, le maximum diminue de 33,7 liens, entretenus en 2001 par BNP Paribas, à un niveau de 27,1 relations personnelles en 2005 dans le cas de l'organe de contrôle du groupe *Allianz*.

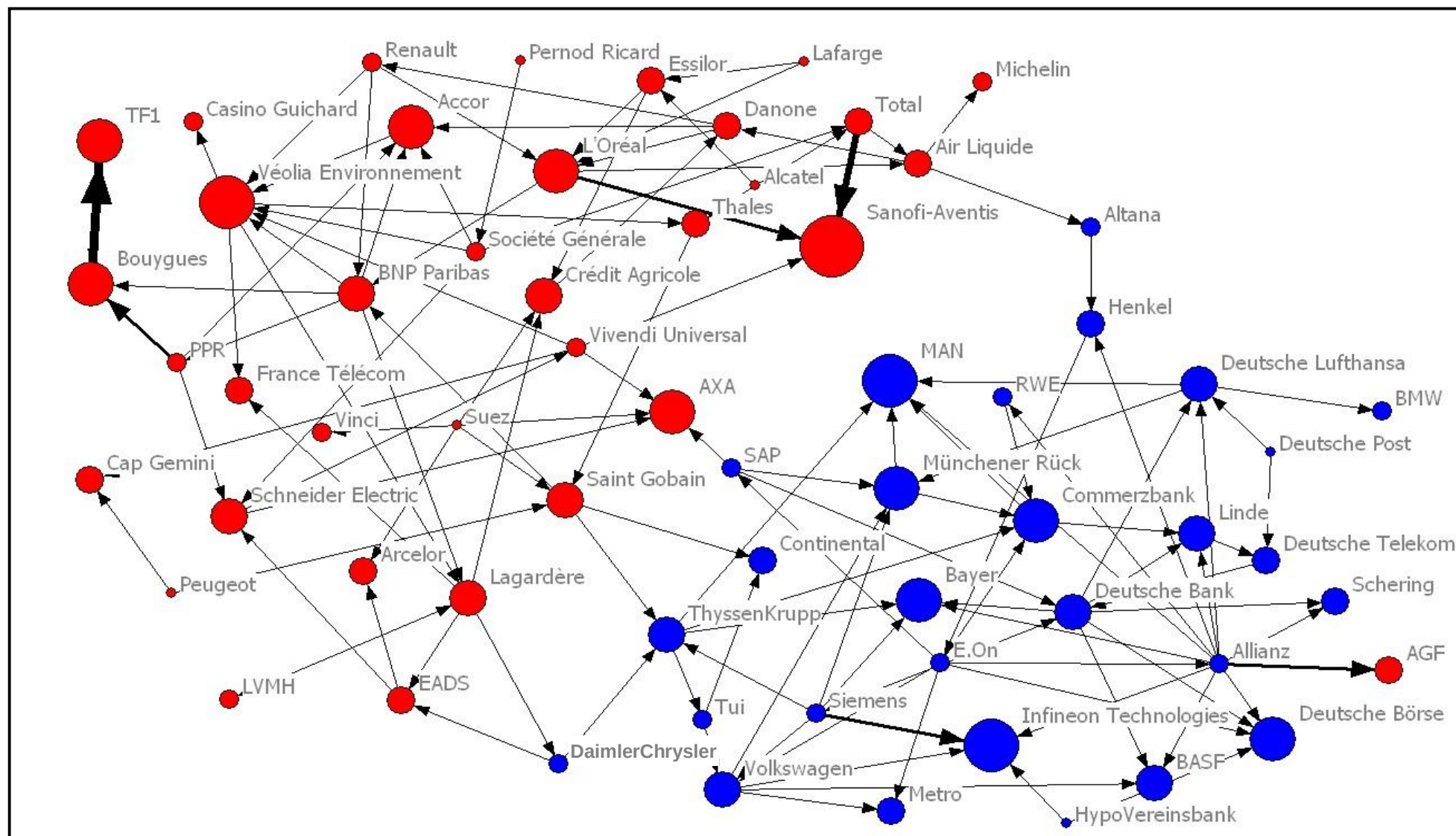
Enfin, l'apparente tendance à la baisse des liens de *management* se confirme aussi après neutralisation pour la taille des organes de contrôle des sociétés. Si le nombre de mandats exécutifs cumulés, en moyenne, par administrateur diminue ainsi d'un niveau de 0,19 en 2001 à 0,15 fin 2005, la moyenne de postes de contrôle occupés par mandataire reste stable pendant toute la période d'observation et varie autour de 0,94 mandats (figure 32). À la fin de l'année 2005, un conseil d'administration étant composé de huit représentants du côté actionnarial, disposerait ainsi, en moyenne, – *via* ses mandataires – d'une relation directe vers une équipe dirigeante externe et de neuf liens personnels vers d'autres organes de contrôle externes.

Figure 32 : Évolution du cumul de mandats de direction et de contrôle externes



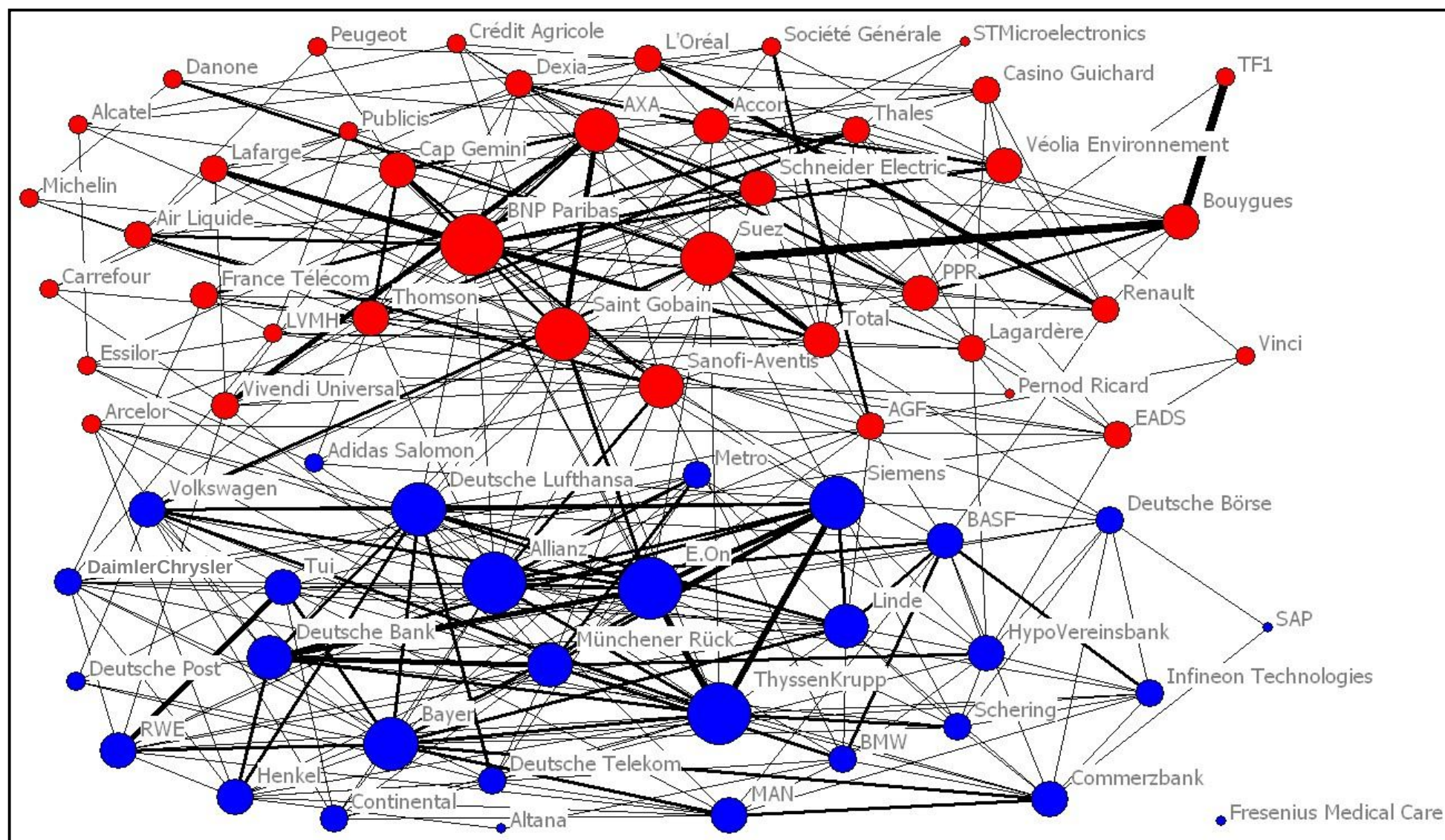
Source : nos propres calculs ; * correspond à la variable explicative CUMUL_DIREC ;
 ** correspond à la variable explicative CUMUL_CONTR

Figure 33 : Liens interconseils établis par des administrateurs ayant des fonctions exécutives externes : portrait de l'échantillon global en 2005



Source : nos propres recherches ; cercles bleus = sociétés allemandes ; cercles rouges = sociétés françaises ; les flèches représentent la direction des liens ; l'épaisseur des graphes indique le nombre de dirigeants créant le lien interconseils respectif ; la taille des cercles reflète le nombre de dirigeants externes accueillis dans l'organe de contrôle ; logiciels sociométriques utilisés : *Ucinet 6 for Windows*, *Netdraw*

Figure 34 : Liens interconseils établis par l'échange d'administrateurs « ordinaires » : portrait de l'échantillon global en 2005



Source: nos propres recherches ; cercles bleus = sociétés allemandes ; cercles rouges = sociétés françaises ; l'épaisseur des graphes indique le nombre d'administrateurs créant le lien interconseils respectif ; la taille des cercles reflète le nombre de « cumulards » siégeant dans l'organe de contrôle ; logiciels sociométriques utilisés : Ucinet 6 for Windows, Netdraw

Les figures précédentes visent à cartographier les liens interconseils identifiés au niveau de l'échantillon global (figures 33 et 34). La première montre le réseau qui repose sur l'envoi de dirigeants dans les organes de contrôle d'autres entreprises (figure 33). Il s'agit, ici, de relations directes car la firme envoie directement un membre du *management* comme administrateur dans une société externe.⁴³⁷ Les flèches indiquent la direction du lien interconseils établi.

Les informations et conclusions que l'on peut tirer de la figure 33 sont nombreuses. Ainsi, l'existence de deux réseaux nationaux témoigne d'une forte séparation des liens interconseils français et allemand. Autrement dit, il ne semble pas (encore) exister, à l'heure actuelle, un véritable réseau transfrontalier de dirigeants occupant des fonctions de contrôle de part et d'autre du Rhin, les structures nationales paraissant toujours dominer. Néanmoins, les deux réseaux nationaux sont interconnectés *via* cinq paires d'entreprises « de jonction », à savoir *ThyssenKrupp-Saint Gobain*, *Altana-Air Liquide*, *SAP-AXA*, *DaimlerChrysler-EADS* et *DaimlerChrysler-Suez*. Grâce à ces firmes, les sociétés d'un réseau national peuvent communiquer avec celles de l'autre. Par conséquent, la figure 33 peut être interprétée comme un « supra-réseau » à deux pôles nationaux importants, ces derniers n'étant reliés que sporadiquement. Il comprend 63 des 70 firmes de l'échantillon, seules deux sociétés allemandes (*adidas-Salomon* et *Fresenius Medical Care*) et cinq groupes français (Carrefour, Dexia, Publicis, STMicroelectronics et Thomson) n'en faisant pas partie. Malgré l'existence de nombreux liens (119,4), uniquement six relations reposent sur la présence de plus d'un seul mandataire-dirigeant d'une même firme (tableau 56).

Tableau 56 : Les liens personnels pluraux créés par l'envoi de plusieurs administrateurs à fonction exécutive d'une firme dans un organe de contrôle externe

La société...	envoie ... dirigeants	dans l'organe de contrôle de la société...
Bouygues	4	TF1
L'Oréal	3	Sanofi-Aventis
Total	3	Sanofi-Aventis
Allianz	2	AGF
Siemens	2	Infineon Technologies
PinaultPrintempsRedoute	2	Bouygues

Source : nos propres recherches ; année considérée : 2005

Lors de l'analyse des figures, on constate aussi un autre aspect intéressant. Étant une filiale de l'assureur *Allianz*, la société AGF fait partie du réseau allemand, mais ne dispose, en revanche, d'aucune connexion directe avec des firmes françaises. Le tableau suivant résume les sociétés disposant, *via* l'accueil de *managers* externes, des plus nombreux liens avec d'autres directions (tableau 57). Cet aspect est visualisé dans la figure 33 par la taille des nœuds.

⁴³⁷ Cf. à ce titre aussi nos développements sur les possibles formes de liens personnels dans la partie I, chapitre 1.

Tableau 57 : Palmarès des entreprises de l'échantillon global disposant en 2005 des plus nombreux liens vers des équipes dirigeantes externes

Entreprise	Liens établis vers des équipes dirigeantes externes	Entreprise	Mandats exécutifs externes cumulés par administrateur
Sanofi-Aventis	5,33	Infineon Technologies	0,59
Infineon Technologies	4,75	TF1	0,38
Véolia Environnement	4,42	Linde	0,38
Commerzbank	4,00	Commerzbank	0,36
TF1	3,75	Véolia Environnement	0,32
Saint-Gobain	3,58	Sanofi-Aventis	0,31
Bayer	3,33	Münchner Rück	0,31
AXA	3,33	Bayer	0,30
Münchner Rück	3,08	BASF	0,30
L'Oréal	3,08	MAN	0,28

Source : nos propres recherches ; calculs effectués conformément à la variable CUMUL_DIREC

Selon le tableau 57, les *Top Ten* des entreprises concernant le nombre de dirigeants externes mandatés, sont composés par sept sociétés françaises et trois sociétés allemandes. En tête du classement se trouve le groupe Sanofi-Aventis avec 5,33 liens de *management*, suivi par la société *Infineon Technologies*, celle-ci accueillant, dans son organe de contrôle, des dirigeants des groupes *Allianz*, *Bayerische HypoVereinsbank*, *Siemens* et *Volkswagen*. Le classement change quand ces chiffres sont mis en relation avec la taille des conseils. Après, les *Top Ten* sont composés de sept entreprises allemandes et de trois sociétés françaises uniquement. Le palmarès est maintenant dominé par *Infineon Technologies*, le chiffre 0,59 correspondant aux mandats de direction externes qu'exerce, en moyenne, chaque administrateur de ladite entreprise technologique. Les résultats peuvent, de surcroît, être vérifiés par l'analyse de la figure 33, puisque les firmes susnommées figurent généralement au centre des deux réseaux nationaux.

La seconde figure cartographie les relations basées sur l'échange d'administrateurs « ordinaires », à savoir n'occupant pas, dans les entreprises interconnectées, de fonctions exécutives (figure 34).⁴³⁸ Émanant de l'envoi direct d'un dirigeant dans deux sociétés, ces relations sont de nature indirecte. En conséquence, elles ne seront pas, à la différence des liens personnels directs, visualisées par des flèches indiquant le sens de leur orientation, mais seront indiquées par de simples graphes. L'épaisseur de ces graphes représente l'intensité de la relation interconseils, celle-ci étant exprimée par le nombre d'administrateurs d'une société qui siègent dans le même temps dans l'organe de contrôle d'une autre entreprise.

⁴³⁸ Précisons que peuvent pourtant y figurer des mandataires occupant des fonctions de direction externes. Seulement, ce type de mandats sera cartographié dans la figure 32 et non pas dans celle-ci.

Comme dans le cas de la figure précédente, l'analyse de la figure 34 permet d'obtenir de nombreux renseignements. D'une part, on retrouve un supra-réseau très dense de liens indirects qui comprend 69 des 70 firmes de l'échantillon global. D'autre part, la séparation des réseaux nationaux n'est plus si évidente comme dans le cas du cumul de mandats de direction. De fait, bien que l'on puisse toujours distinguer le réseau français de son homologue allemand, force est de constater que ceux-ci sont liés par de nombreux administrateurs. Par conséquent, les réseaux nationaux apparaissent comme étant intégrés dans une structure transfrontalière supérieure.

L'argument d'un caractère, certes faible, mais transfrontalier du réseau de mandataires peut être renforcé par l'aspect suivant : s'il n'existe que très peu d'échanges transfrontaliers de dirigeants – plus précisément, il n'y a que quatre *managers* allemands (originaires de *Allianz*, *DaimlerChrysler* et *SAP*) envoyés dans trois entreprises françaises et trois dirigeants français (issus d'*Air Liquide*, *Lagardère* et *Saint Gobain*) dans quatre firmes allemandes –, l'échange d'administrateurs « ordinaires » concerne tout de même 51 relations transfrontalières.

Tableau 58 : Palmarès des entreprises de l'échantillon global disposant en 2005 des plus nombreux liens vers des organes de contrôle externes

Entreprise	Liens établis vers des organes de contrôle externes	Entreprise	Mandats de contrôle cumulés par administrateur
Allianz	27,08	Allianz	2,71
Deutsche Lufthansa	25,58	Deutsche Lufthansa	2,33
E.On	24,25	E.On	2,20
BNP Paribas	22,75	Linde	2,20
Bayer	21,67	Münchner Rück	2,06
Münchner Rück	20,58	Bayer	1,97
SUEZ	20,33	Siemens	1,95
Saint-Gobain	20,25	BNP Paribas	1,74
Siemens	19,50	Deutsche Bank	1,63
ThyssenKrupp	19,25	Volkswagen	1,63

Source : nos propres recherches ; calculs effectués conformément à la variable CUMUL_CONTR

Le tableau ci-dessus montre les dix premières entreprises en termes de création de liens vers des conseils externes (tableau 58). Parmi celles-ci figurent sept firmes allemandes et trois groupes français. Le classement est dominé par l'assureur munichois *Allianz* dont les administrateurs cumulent 27,08 mandats de contrôle externes dans les firmes de l'échantillon global. La première société française, *BNP Paribas*, occupe la quatrième place et dispose de 22,75 relations vers des conseils d'administration externes. Après correction pour la taille de l'organe de contrôle, *BNP Paribas* reste la seule firme française dans le classement. Celui-ci est à nouveau dominé par *Allianz* dont les mandataires cumulent, en moyenne, 2,71 mandats externes.

Outre la présentation des deux catégories de relations personnelles interfirmes et de leur répartition au niveau de notre échantillon global, il est également intéressant d'analyser les canaux d'information potentiels dont disposent les entreprises réseau grâce au cumul de mandats externes de leurs administrateurs. Par conséquent, le tableau suivant présentera le nombre de sociétés potentiellement accessibles à travers les liens interconseils (tableau 59).

Tableau 59 : Évolution du nombre de firmes accessibles grâce aux liens interconseils

		2001	2002	2003	2004	2005
au niveau de l'entreprise	Moyenne	10,42	11,36	11,14	10,57	11,11
	Médiane	10,00	11,00	11,00	11,00	11,00
	Minimum	0	0	0	0	0
	Maximum	26	26	27	24	24
au niveau de l'administrateur*	Moyenne	0,88	0,97	0,96	0,92	0,96
	Médiane	0,82	1,00	0,92	0,95	0,93
	Minimum	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Maximum	2,22	2,13	2,13	2,10	2,30

Source : nos propres recherches et calculs ; * représentant des actionnaires

Quand on regarde le tableau ci-dessus, le nombre de firmes accessibles par les « cumulards » n'a quasiment pas évolué au cours de notre période d'observation. Autrement dit, grâce au phénomène du cumul de mandats, une entreprise pourrait, en moyenne, – *via* ses mandataires cumulards – entrer en contact avec onze autres sociétés des premiers indices boursiers français et allemand. Ajoutons, à cet égard, que la moyenne des entreprises accessibles est très proche de la médiane, la moitié des sociétés pouvant accéder à onze entreprises environ. La société la plus centrale est BNP Paribas qui dispose, fin 2005, de canaux de communication potentiels vers 24 autres sociétés, ce chiffre ayant même atteint un niveau de 27 entreprises en 2003. Autrement dit, ladite banque parisienne seule pourrait, *via* ses administrateurs, contacter 39 % environ des firmes de l'échantillon global. Autre exemple : l'assurance *Allianz* dispose, en 2005, de contacts avec 23 entreprises, soit 32 % environ des firmes. En revanche, seule le groupe pharmaceutique *Fresenius Medical Care* est dépourvu de contacts avec d'autres « *Blue Chips* ».

En ce qui concerne les chiffres au niveau de l'administrateur, on ne constate *a priori* pas non plus de changement important. Ainsi, un mandataire dispose, en moyenne, de 0,94 lien vers d'autres firmes. L'assureur munichois *Allianz* se caractérise par la moyenne la plus élevée, chacun de ses administrateurs représentant les actionnaires pouvant accéder à 2,3 des 70 entreprises incluses dans les deux premiers indices des économies française et allemande.

1.2 Le profil des administrateurs

Après la présentation de la nature des liens personnels établis entre les grandes sociétés françaises et allemandes, nous nous interrogerons ci-après, de façon détaillée, sur les personnes constituant ces relations interfirmes, à savoir sur les principales caractéristiques des mandataires « cumulards ». Ces informations seront comparées avec celles de tous les administrateurs.

1.2.1 L'importance des administrateurs multimandats

L'analyse de l'échantillon global montre que les multimandataires occupent une position importante, trois administrateurs sur dix pouvant être qualifiés de « cumulards » (tableau 60). Par ailleurs, leur poids relatif reste stable durant la période d'observation, le pourcentage n'oscillant que légèrement entre 28 % et 30 % environ du total des individus. Notons que cette quote-part est nettement supérieure à celle indiquée par GUIEU / MESCHI (2008) lors de l'analyse, pour les années 2000 et 2003, d'environ 300 sociétés européennes, les multimandataires n'y représentant que respectivement 14,3 % et 11,3 % des administrateurs. De même, MAATI (2008), en étudiant le réseau d'administrateurs du *FTSEurofirst* 100 fin 2005, n'observe que 12 % de « cumulards ». L'écart par rapport à nos chiffres s'explique, à notre avis, par deux points. D'une part, nous avons éliminé les représentants du personnel ce qui diminue le nombre de mandataires, mais à peine celui des « cumulards ». D'autre part, notre échantillon est plus petit, mais regroupe des grandes firmes, celles-ci étant généralement davantage concernées par les liens.

Tableau 60 : Évolution de la quote-part des « cumulards » et répartition selon le sexe

		2001	2002	2003	2004	2005
Tous les administrateurs	Nombre total	629	650	657	634	662
	Nombre de femmes	30	29	30	29	37
	Quote-part	4,8 %	4,5 %	4,6 %	4,6 %	5,6 %
	Nombre d'hommes	599	621	627	605	625
	Quote-part	95,2 %	95,5 %	95,4 %	95,4 %	94,4 %
Administrateurs multimandats	Nombre total	178	187	189	188	193
	Quote-part	28,3 %	28,8 %	28,8 %	29,7 %	29,2 %
	Nombre de femmes	5	7	8	7	9
	Quote-part	2,8 %	3,7 %	4,2 %	3,7 %	4,7 %
	Nombre d'hommes	173	180	181	181	184
	Quote-part	97,2 %	96,3 %	95,8 %	96,3 %	95,3 %

Source : nos propres données et calculs

Comparé à l'importance croissante de l'activité féminine dans nos Sociétés, le pourcentage de femmes reste très faible chez les administrateurs (tableau 60). En 2005, on ne dénombre que 37 femmes parmi les 663 mandataires, soit 5,6 % du total des administrateurs.⁴³⁹ De surcroît, la quote-part basse reste – malgré une légère tendance à la hausse – assez stable au cours de la période 2001-2005. Quant aux femmes « cumulardes », elles représentent en moyenne 4 % des mandataires, leur nombre ayant presque doublé au cours des cinq ans. Néanmoins, rapportés à l'ensemble des administrateurs, en 2005, moins de 2 % d'entre elles sont des « cumulards » féminins. En légère progression depuis 2001 où ce taux n'arrive même pas à dépasser le seuil de 1 %, le poids relatif des femmes reste donc très faible.

Au regard de ces chiffres, la presse économique cite donc toujours les mêmes personnalités lorsqu'est évoquée la question de l'importance des femmes dans le monde des affaires internationales (MANAGERMAGAZIN, 2006).⁴⁴⁰ À l'exemple de l'exercice 2005, nous avons synthétisé, dans le tableau suivant, les femmes cadres habituellement présentées à cet égard et les mandats de contrôle respectifs que celles-ci exercent (tableau 61).

Tableau 61 : Les administrateurs féminins « cumulards » en 2005

Nom du mandataire	Nationalité	Raison sociale	Position occupée
Patricia BARBIZET	française	Bouygues PPR TF1	Administrateur au CA Vice-Présidente au CA Administrateur au CA
Isabelle BOUILLOT	française	Accor Saint Gobain	Administrateur au CS Administrateur au CA
Susanne KLATTEN	allemande	ALTANA BMW	Vice-Présidente au CS Administrateur au CS
Renate KÖCHER	allemande	Allianz BASF Infineon Technologies MAN	Administrateur au CS Administrateur au CS Administrateur au CS Administrateur au CS
Anne LAUVERGEON	française	SUEZ TOTAL	Administrateur au CA Administrateur au CA
Béatrice MAJNONI D'INTIGNANO	française	AGF Air Liquide	Administrateur au CA Administrateur au CS
Hélène PLOIX	française	BNP Paribas LAFARGE Publicis	Administrateur au CA Administrateur au CA Administrateur au CS
Dominique REINICHE	française	AXA Essilor	Administrateur au CS Administrateur au CA
Anne-Claire TAITTINGER	française	Carrefour Dexia	Administrateur au CS Administrateur au CA

Source : nos propres recherches ; CA = conseil d'administration, CS = conseil de surveillance

⁴³⁹ Les variations du nombre total de mandataires s'expliquent tant par des modifications de la taille des organes de contrôle que par le départ et l'arrivée, au cours de l'exercice étudié, de mandataires.

⁴⁴⁰ Cf. à ce titre aussi www.journaldunet.com/economie/dirigeants/jetons-presence/2femmes.shtml, site Internet consulté le 16 août 2009.

1.2.2 L'âge des administrateurs

L'âge moyen des administrateurs des « *Blue Chips* » françaises et allemandes s'élève fin 2005 à un niveau de 61,6 ans. Néanmoins, cette valeur cache l'existence d'importantes disparités parmi les mandataires. Ainsi, le plus jeune administrateur – M^{me} Delphine ARNAULT, qui est mandataire du groupe LVMH – n'a pas plus de 30 ans. En revanche, le « contrôleur » le plus âgé – il s'agit, ici, du président d'honneur du conseil d'administration de Danone, M. Daniel CARASSO – atteint, fin 2005, l'âge respectable de 100,6 ans. L'analyse de l'évolution d'âge fait parallèlement ressortir un autre aspect. De fait, l'âge moyen ne croît que légèrement pendant quatre ans (2001-2004) et diminue même entre l'avant-dernière et la dernière année de notre analyse, ce qui témoigne d'un rajeunissement des conseils d'administration.

Tableau 62 : Évolution de l'âge moyen des administrateurs

		2001	2002	2003	2004	2005
Tous les administrateurs	Mandataires*	597	602	597	594	612
	Moyenne	60,9	61,0	61,2	61,7	61,6
	Médiane	60,9	61,4	61,5	62,2	62,3
	Minimum	32,5	33,5	28,8	29,8	30,8
	Maximum	96,6	97,6	98,6	99,6	100,6
Administrateurs multimandats	Mandataires*	178	187	188	188	193
	Moyenne	60,6	61,1	60,9	61,2	61,6
	Médiane	60,7	61,3	61,4	61,7	62,1
	Minimum	39,0	40,0	41,6	42,0	43,0
	Maximum	82,0	83,0	84,0	85,0	86,0

Source : nos propres calculs ; * siégeant dans les organes de contrôle le 31.12. de l'année en question

Pour ce qui est des administrateurs multimandats, leur âge moyen correspond à celui de la totalité des mandataires et atteint, fin 2005, un niveau de 61,6 ans. Sur les cinq exercices de notre étude, la moyenne d'âge des « cumulards » augmente – à l'exception de l'exercice 2003 – légèrement, ce qui indique de même une tendance à un rajeunissement des administrateurs multimandats. À la différence de la totalité des mandataires du CAC 40 et du DAX 30, la fourchette d'âge y est toutefois moins importante. Ainsi, le plus jeune « cumulard » – M. Matthias DÖPFNER qui est administrateur du groupe pharmaceutique *Schering* – a tout de même 43 ans. Quant au multimandataire le plus âgé, M. Günter VOGELSANG, il a 86 ans et occupe fin 2005 la fonction du président d'honneur du groupe énergétique *E.On*.

1.2.3 L'origine des administrateurs

Les mandataires de nationalité française et allemande représentent trois-quarts environ de notre échantillon global. Parmi ces personnes, les administrateurs français l'emportent clairement avec une quote-part de deux-tiers environ, ce qui s'explique par un nombre plus important de sociétés françaises que de firmes ayant leur siège social en Allemagne. Environ un quart des administrateurs se caractérise par une nationalité autre que celles précitées. Dans ce groupe, une bonne partie vient de Belgique, de la Grande-Bretagne et de la Suisse. Enfin, nous n'avons pu identifier la nationalité de 1 % environ des mandataires (tableau 63).

Tableau 63 : Origine des administrateurs

		2001	2002	2003	2004	2005
Tous les administrateurs	Mandataires*	597	602	597	594	612
	française	280 46,9 %	280 46,5 %	271 45,4 %	268 45,1 %	276 45,1 %
	allemande	175 29,3 %	173 28,7 %	173 29,0 %	169 28,5 %	167 27,3 %
	autres	131 21,9 %	142 23,6 %	147 24,6 %	151 25,4 %	162 26,5 %
	non renseignée	11 1,8 %	7 1,2 %	6 1,0 %	6 1,0 %	7 1,1 %
Administrateurs multimandats	Mandataires*	178	187	188	188	193
	française	94 52,8 %	96 51,3 %	95 50,5 %	100 53,2 %	100 51,8 %
	allemande	70 39,3 %	72 38,5 %	74 39,4 %	68 36,2 %	71 36,8 %
	autres	14 7,9 %	19 10,2 %	19 10,1 %	20 10,6 %	22 11,4 %
	non renseignée	0 0,0 %	0 0,0 %	0 0,0 %	0 0,0 %	0 0,0 %

Source : nos propres recherches; * siégeant dans les organes de contrôle le 31.12. de l'année en question

En ce qui concerne les administrateurs multimandats, les personnes avec les nationalités française ou allemande dominant largement, leur quote-part oscillant entre 88 % (2005) et 92 % (2001). Cependant, une certaine « européanisation » peut être observée au cours des cinq ans, le nombre de « cumulards » étrangers passant de 14 en 2001 à 22 fin 2005, soit 11 % du total des multimandataires. Compte tenu de ces chiffres, la question de l'échange d'administrateurs international gagnera vraisemblablement en attention dans les années à venir.⁴⁴¹

⁴⁴¹ Cf. à ce titre aussi GUIEU / MESCHI (2008).

1.2.4 Les fonctions occupées par les administrateurs

Si l'identification des administrateurs des firmes de l'échantillon global a permis d'obtenir une première image des dimensions des liens personnels entre ces sociétés, il convient de compléter ces informations par l'analyse des fonctions qu'occupent ces mandataires, l'objectif étant d'évaluer leur importance relative au sein des firmes interconnectées (tableau 64).

Tableau 64 : Évolution des fonctions occupées par les administrateurs

Postes occupés		2001	2002	2003	2004	2005
Administrateurs monomandats	Mandataires*	419	415	409	406	419
	PDG	4 1,0 %	4 1,0 %	4 1,0 %	5 1,2 %	6 1,4 %
	Président du CA / CS	19 4,5 %	20 4,8 %	19 4,6 %	20 4,9 %	18 4,3 %
	Vice-Président du CA / CS	21 5,0 %	19 4,6 %	19 4,6 %	21 5,2 %	21 5,0 %
	Président de comité spécialisé	38 9,1 %	49 11,8 %	55 13,4 %	58 14,3 %	64 15,3 %
Administrateurs multimandats	Mandataires*	178	187	188	188	193
	PDG	22 12,4 %	21 11,2 %	20 10,6 %	20 10,6 %	18 9,3 %
	Président du CA / CS	30 16,9 %	30 16,0 %	31 16,5 %	30 16,0 %	32 16,6 %
	Vice-Président du CA / CS	19 10,7 %	18 9,6 %	18 9,6 %	19 10,1 %	16 8,3 %
	Président de comité spécialisé	105 59,0 %	111 59,4 %	128 68,1 %	128 68,1 %	124 64,2 %

Source : nos propres recherches; * siégeant dans les organes de contrôle le 31.12. de l'année en question ; PDG = Président-directeur général, CA = conseil d'administration, CS = conseil de surveillance

Le tableau 64 témoigne clairement de la position privilégiée des administrateurs multimandats dans le monde des mandataires. Pour démontrer cet aspect, prenons l'exercice 2005. Lors de cette année, seuls 1,4 % des administrateurs ordinaires occupent la position du Président-directeur général, alors que 9,3 % des « cumulards » sont en charge de cette fonction, soit, en termes absolus, trois fois plus de personnes. Il en va de même pour les postes de président de l'organe de contrôle auxquels un multimandataire a quatre fois plus de chances d'accéder qu'un administrateur ne cumulant pas de mandats. Aussi, 8,3 % des « cumulards » assurent la vice-présidence d'un conseil d'administration / de surveillance, alors que la quote-part des administrateurs non cumulards exerçant un tel mandat n'atteint que 5 %. Enfin, les administrateurs mul-

timandats représentent 124 des 188 présidents de comités consultatifs, soit 64,2 %. Comparés aux administrateurs « monomandats », un multimandataire dispose donc de quatre fois plus de chances de se retrouver en tête d'un comité consultatif spécialisé. La mission de ce dernier étant généralement la discussion et la préparation des éléments prévus pour la délibération au sein de l'organe de contrôle, les « cumulards » disposent *ergo* de davantage de pouvoir d'influence sur les décisions du conseil d'administration que les simples administrateurs.

L'évolution des chiffres au cours de notre période d'analyse indique de même des aspects intéressants. D'une part, la domination des administrateurs multimandats au niveau des postes de responsabilité tend à s'affaiblir légèrement. Alors qu'en 2001, 22 PDG sont dans la catégorie des « cumulards », ce chiffre diminue après lentement pour n'atteindre que 18 mandats fin 2005. L'évolution s'inverse dans le cas de la présidence d'un organe de contrôle. Ici, les « cumulards » occupent, fin 2005, davantage de présidences de conseil (32 mandats) qu'en 2001 (30 mandats). En revanche, leur importance diminue au niveau des vice-présidents du conseil d'administration / de surveillance. Enfin, le nombre de comités consultatifs augmente de 143 en 2001 à un niveau de 188 en 2005, soit une hausse d'environ 31 %. Cela a permis d'augmenter tant la quote-part des « cumulards » occupant une telle fonction – leur nombre absolu grimpe de 105 en 2001 à 124 mandats en 2005 –, que celle des administrateurs ordinaires, ces derniers présidant fin 2005 64 comités spécialisés, après 38 mandats quatre ans plus tôt.

1.2.5 La répartition des postes occupées par les « cumulards »

Dans la mesure où le groupe des administrateurs multimandats ne constitue pas un ensemble homogène, il semble judicieux d'étudier également la répartition, parmi les « cumulards », des postes que ces derniers occupent parallèlement. Comme le montre le tableau suivant, les liens interconseils reposent, en grande partie, sur le fait qu'un administrateur exerce simultanément deux mandats de contrôle (tableau 65). Seule une minorité des multimandataires se caractérise par le cumul d'un nombre important de fonctions de surveillance.

Lors de l'année 2005, par exemple, un « cumulard » sur deux environ n'occupe – outre son mandat exercé dans l'entreprise considérée – qu'une seule fonction de contrôle externe. Cette quote-part s'est légèrement accrue au cours de la période d'observation, passant de 41,6 % en 2001 à 49,2 % en 2005. Environ 15 % des multimandataires en 2005 exercent trois mandats de contrôle dans les sociétés du CAC 40 ou du DAX 30. Quand on cumule les chiffres précités, force est de constater que deux « cumulards » sur trois environ occupent ainsi simultanément deux ou, au maximum, trois fonctions de contrôle dans l'échantillon global. En revanche, seuls un sixième environ des administrateurs multimandats cumule plus de trois mandats et seul un « cumulard » sur quarante se caractérise par l'occupation d'au moins six fonctions de contrôle.

Nos chiffres sont proches de ceux trouvés par AGARDI / ALCOUFFE (2007) lors de leur analyse des liens personnels entre les sociétés du CAC 40 sur la période 1998-2006. Ces auteurs constatent que la quote-part de multimandataires occupant deux fonctions de direction et / ou de contrôle varie entre 53,8 % en 1998 et 70,2 % en 2003, avec une légère tendance à la hausse vers la fin de ladite période étudiée. Selon l'année considérée, entre 14 % et 27 % environ des « cumulards » exercent trois mandats. Quand on cumule ces deux formes, le pourcentage des multimandataires avec deux ou trois fonctions augmente d'un niveau de 75 % en 1998 à 90 % en 2002, pour rester stable après. En revanche, seule une partie très mineure des « cumulards » exerce plus de trois mandats, leur quote-part diminuant, de surcroît, d'un niveau de 25 % en 1998 à 4 % environ en 2003, pour osciller ensuite autour d'un niveau de 10 %. Enfin, depuis l'année 2004, plus aucun administrateur français n'exerce plus de cinq mandats.

Tableau 65 : Évolution de la répartition des postes de contrôle occupés par les « cumulards »

		2001	2002	2003	2004	2005
Multimandataires*		178	193	197	192	197
Mandats exercés**	2 mandats	74 41,6 %	86 44,6 %	88 44,7 %	93 48,4 %	97 49,2 %
	3 mandats	39 21,9 %	34 17,6 %	35 17,8 %	35 18,2 %	29 14,7 %
	4 mandats	11 6,2 %	14 7,3 %	21 10,7 %	20 10,4 %	26 13,2 %
	5 mandats	8 4,5 %	7 3,6 %	6 3,0 %	5 2,6 %	4 2,0 %
	> 5 mandats	7 3,9 %	9 4,7 %	7 3,6 %	4 2,1 %	5 2,5 %
Total de mandats		394	425	441	423	439

Source : nos propres recherches et calculs ; * siégeant dans les organes de contrôle au cours de l'année considérée ; ** il s'agit, ici, exclusivement de mandats de contrôle

La baisse constatée par AGARDI / ALCOUFFE (2007) des « multi-cumulards » français semble principalement due à la loi NRE qui, depuis 2001, limite le cumul de mandats au nombre de cinq.⁴⁴² Dans la mesure où cette réglementation ne concerne pas le cumul transfrontalier, elle reste, cependant, limitée au territoire français. Tant que les réglementations nationales sont respectées, le cumul d'un nombre de mandats dépassant le seuil de cinq postes reste ainsi toujours possible. L'échantillon global comprenant tant les firmes françaises qu'allemandes, nos pourcentages relatifs à chaque groupe de « cumulards » sont, par conséquent, moins élevés que ceux obtenus par les auteurs pour le CAC 40. Ajoutons, enfin, que ces derniers retiennent tant des mandats de contrôle que de direction, ce qui conduit à aussi des pourcentages plus importants.

⁴⁴² Pour les détails et les exceptions, cf. nos explications dans la partie I, chapitre 2, section 1.2.

1.2.6 Le palmarès des « cumulards »

Parmi les administrateurs multimandats identifiés, certains ressortent en raison du nombre important de fonctions qu'ils occupent. Nous les avons synthétisés dans le tableau suivant (tableau 66). En 2005, trois administrateurs dépassent le nombre de cinq mandats de contrôle, comparé à six mandataires en 2001. Le nombre des « cumulards » très actifs connaît donc une diminution au cours de la période étudiée. Cette tendance s'explique notamment par la loi NRE qui limite, depuis 2001, le cumul de mandats au nombre de cinq. Par conséquent, le groupe de ces « cumulards » ne comprend, dès l'année 2003, plus que des administrateurs allemands.

Tableau 66 : Évolution du palmarès des « cumulards »

	2001	2002	2003	2004	2005
France + Allemagne	H. SCH.-NOELLE 7,00	G. CROMME 7,00	G. CROMME 7,67	G. CROMME 8,00	G. CROMME 8,58
	J.-M. MESSIER 7,00	H. SCH.-NOELLE 6,92	M. SCHNEIDER 7,00	M. SCHNEIDER 7,00	M. SCHNEIDER 7,00
	K.-H. BAUMANN 6,75	R.-E. BREUER 6,50	K.-H. BAUMANN 6,00	K.-H. BAUMANN 6,00	U. HARTMANN 6,00
	R.-E. BREUER 6,00	M. SCHNEIDER 6,42	M. KOHLHAUSSEN 5,42	U. HARTMANN 6,00	M. PÉBÉREAU 5,00
	M. PÉBÉREAU 6,00	K.-H. BAUMANN 6,00	D. BOUTON 5,00	T. BRETON 5,00	
	M. KOHLHAUSSEN 5,08	M. KOHLHAUSSEN 6,00	T. BRETON 5,00	M. PÉBÉREAU 5,00	
	M. FR.-PONCET 5,00	M. PÉBÉREAU 5,83	M. PÉBÉREAU 5,00	U. HARTMANN 5,00	
	J. PEYRELEVADE 5,00	T. BRETON 5,00		M. KOHLHAUSSEN 5,00	
	B. ROGER 5,00	D. BOUTON 5,00			

Source : nos propres recherches ; il s'agit, ici, des mandats de contrôle exercés dans l'année considérée ; décompte des mandats sur une base mensuelle

Enfin, nous ne pouvons résister à l'envie de souligner que le mandataire occupant le plus de postes, M. Gerhard CROMME – qui siège, en 2005, dans les instances de contrôle des groupes *Allianz*, *BNP Paribas*, *Deutsche Lufthansa*, *E.On*, *Saint Gobain*, *Siemens*, *Suez Lyonnaise des Eaux*, *ThyssenKrupp* et *Volkswagen* –, présidait de même, jusqu'au 30 juin 2008, la commission de gouvernement d'entreprise. Chargée de mettre à jour le code allemand de bonne conduite, celle-ci est aussi censée discuter des questions controversées telles que celle d'un durcissement de la limitation relative au cumul de mandats. M. CROMME, qui se trouve déjà pour la quatrième année consécutive en tête des « cumulards » français et allemands les plus actifs, a, de surcroît, depuis 2002, continuellement augmenté le nombre de ses mandats de contrôle externes...

1.2.7 Les « cumulards transfrontaliers »

Comme le montrent les figures 33 et 34, les réseaux nationaux sont interconnectés grâce à la présence de quelques mandataires dans les grandes entreprises de part et d'autre du Rhin. Les liens interfirmes reposent sur cinq paires de « firmes ponts » qui envoient ou accueillent des *managers* de l'autre réseau national, auxquelles s'ajoutent une cinquantaine de relations basées sur l'échange d'administrateurs entre l'Hexagone et la République fédérale. L'ensemble de ces relations repose sur un nombre limité de personnes connecteurs. En effet, le nombre de ces administrateurs – que l'on peut qualifier de « cumulards transfrontaliers » – s'avère relativement stable et tourne autour d'une quinzaine durant notre étude quinquennale (tableau 67).

Tableau 67 : Importance des « cumulards transfrontaliers »

Cumulards transfrontaliers		2001	2002	2003	2004	2005
Total*		14	17	12	17	15
en % des multimandataires*		7,9 %	9,1 %	6,3 %	9,0 %	7,8 %
Nationalité	allemande	10	12	9	12	10
	française	2	2	1	2	2
	autre	2	3	2	3	3
Âge	Moyenne	61,9	63,0	62,0	63,0	61,0
	Médiane	61,1	63,4	63,1	63,0	62,9
Fonction principale	Dirigeant	7	8	3	4	6
	Administrateur	7	9	9	13	9

Source : nos propres recherches et calculs ; * = à la fin de l'année considérée

Parmi les « cumulards transfrontaliers », force est de constater que les administrateurs de nationalité allemande sont les plus nombreux. En revanche, seuls deux administrateurs français dépassant, en moyenne, temporairement le Rhin ont pu être identifiés. Parmi ces mandataires, seul M. Bertrand COLLOMB, ancien PDG du groupe Lafarge, siège durant quatre exercices dans le conseil de surveillance d'une société allemande (ici, *Allianz*). La moyenne d'âge des « cumulards transfrontaliers » tourne autour de 62 ans, de même avec une légère tendance à la baisse à la fin de la période d'observation. Enfin, on constate que le nombre de mandataires dont la fonction professionnelle principale est de nature *managériale*, connaît lui-aussi quelques variations. Si encore fin 2001, la moitié des « cumulards transfrontaliers » occupait une fonction exécutive, cette quote-part tombe fin 2003 à un niveau d'un tiers, pour gagner un niveau de deux-tiers en 2005. Cependant, les chiffres absolus témoignent d'une légère baisse du nombre de multimandataires transfrontaliers ayant une fonction de direction.

Synthèse des résultats issus de l'analyse descriptive de l'échantillon global :

- Les liens personnels constituent un phénomène très récurrent dans les économies française et allemande. Durant la période 2001-2005, ils permettent d'interconnecter la quasi-totalité des grandes sociétés (selon l'année, entre 97 % et 99 % des firmes).
- Néanmoins, on constate une légère diminution (de l'ordre de 1 % par an) du nombre total de liens interconseils au cours de la période étudiée. Cette tendance se montre tant par une baisse du cumul moyen par administrateur, que par une réduction du nombre maximum de postes qui sont, en moyenne, occupés par les mandataires d'une firme.
- Les liens établis *via* l'accueil d'administrateurs externes à fonction non exécutive sont quatre fois plus nombreux que ceux basés sur la nomination d'un dirigeant externe.
- Le nombre de liens interfirmes noués vers des équipes dirigeantes externes diminue de plus d'un quart au cours de la période d'observation, tandis que celui des relations établies vers des organes de contrôle d'autres sociétés connaît une relative stagnation.
- La quote-part des administrateurs féminins est très faible et varie autour de 5 % du total des mandataires. Bien que le pourcentage des femmes parmi les « cumulards » ait doublé entre 2001 et 2005, il reste également minime et ne dépasse pas la barre des 5 %.
- L'âge moyen des administrateurs et des « cumulards » est très proche et varie autour de 61 ans, les disparités étant, cependant, importantes. Parallèlement, on constate un léger rajeunissement des organes de contrôle pendant la période d'observation.
- Plus des trois-quarts des administrateurs et 90 % environ des « cumulards » sont de nationalité française ou allemande, ce qui témoigne d'une faible interpénétration des conseils par des mandataires d'origine étrangère. Cependant, une légère tendance vers la hausse de leur poids relatif peut être constatée. Les « cumulards transfrontaliers » représentent 8 % environ des multimandataires. Leur quote-part reste relativement stable au cours du temps. Parmi ce groupe, les administrateurs allemands dominent fortement.
- Les multimandataires occupent généralement des postes plus importants que les administrateurs ne cumulant pas de mandats. En pratique, un « cumulard » dispose, en moyenne, de sept fois plus de chances d'accéder au poste de PDG, quatre fois plus de devenir président du conseil, deux fois plus d'obtenir la vice-présidence d'un organe de contrôle et environ quatre fois plus de chances de présider un comité consultatif spécialisé.
- Les « cumulards » exerçant au moins cinq mandats représentent moins de 10 % de l'ensemble des multimandataires dont 80 % environ n'occupent que deux ou trois fonctions de responsabilité dans les sociétés de l'échantillon global.

Section 2 : Les liens interconseils : analyse et comparaison des échantillons nationaux

Après l'analyse de l'échantillon global, la section subséquente sera consacrée à la comparaison des réseaux d'administrateurs des deux échantillons nationaux. La démarche sera similaire à celle de la section précédente, mais fournira des renseignements plus détaillés quant aux spécificités nationales des liens interconseils. Aussi, cette section vise à comparer les caractéristiques de divers aspects de gouvernance tels que la taille des organes de contrôle ou le nombre de réunions annuelles, l'analyse de ces éléments pour l'échantillon global n'étant pas, selon nous, en raison des particularités législatives, très pertinente.

Comme cela a été indiqué dans le premier chapitre, l'échantillon français comprendra, à l'exception de l'année 2001, les 40 sociétés incluses dans le CAC 40, tandis que l'échantillon allemand sera constitué des 30 entreprises du DAX 30. Le tableau suivant montre, à l'exemple de l'année 2005, quelques disparités concernant la taille des firmes considérées (tableau 68). Ainsi, le total du bilan de la plus grande société française (BNP Paribas) dépasse celui du premier groupe allemand (*Allianz*) de plus d'un quart. L'écart est plus important encore au niveau de la capitalisation boursière, la première société de l'Hexagone (Total) atteignant plus du double de la valeur de marché de la « *Blue Chip* » la plus élevée outre-Rhin (*E.On*). Toutefois, l'hypothèse nulle relative à l'absence de différences significatives entre les moyennes nationales n'a pu être rejetée au seuil de 5 % pour aucun des quatre indicateurs, ce qui nous conduit à supposer que les différences observées entre les deux indices ne sont que de nature aléatoire.

Tableau 68 : Caractéristiques des firmes composant les échantillons nationaux en 2005

		Minimum	Maximum	Moyenne	Médiane	Total
France	Nombre de firmes	-	-	-	-	40
	Total de l'actif*	3.026,2	1.258.079	157.359,9	26.894,5	6.294.395
	Capitalisation boursière*	4.459,8	130.277,9	25.329,5	15.754,0	1.013.179
	Dividende versé**	0,0	3.510,0	594,7	397,5	23.787,6
	Effectif	3.935	440.479	101.862	86.250	4.074.489
Allemagne	Nombre de firmes	-	-	-	-	30
	Total de l'actif*	3.632,8	997.881	149.157,2	35.954,6	4.474.715
	Capitalisation boursière*	4.309,5	60.522,3	23.197,7	15.767,7	695.931
	Dividende versé**	0,0	2.586,0	495,3	316,5	14.858,4
	Effectif	2.921	460.800	122.103	71.638	3.663.079

Source : Thomson Financial, rapports annuels, * = au 31.12. de l'année considérée en M €, ** = au cours de l'exercice considéré en M €

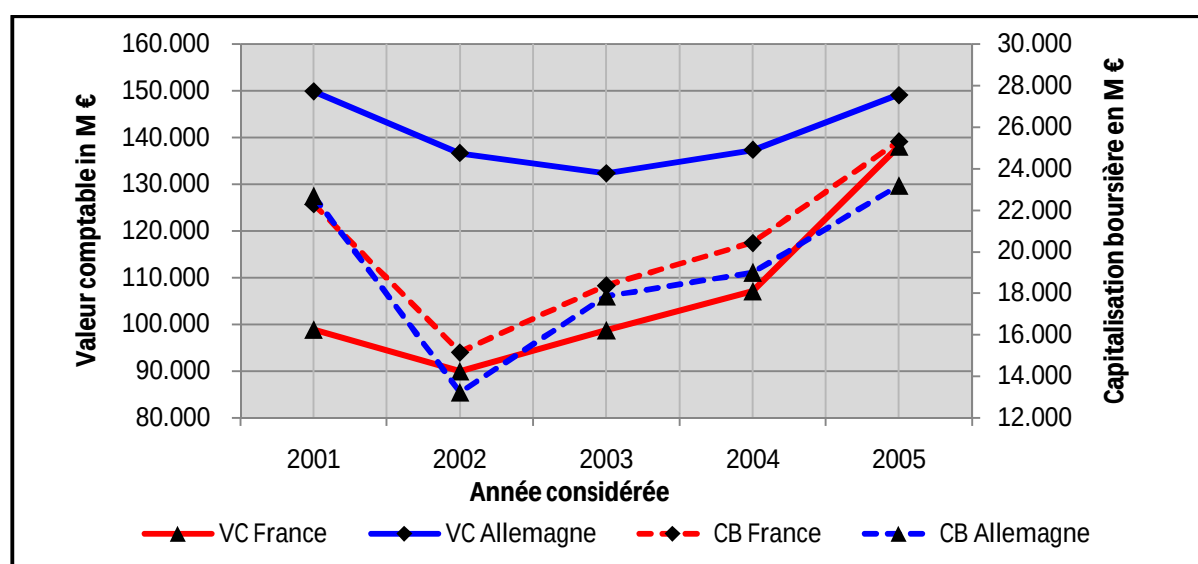
Tableau 69 : Évolution des chiffres-clés des firmes des échantillons nationaux

		2001	2002	2003	2004	2005
Total de l'actif*	F	98.929,9	90.024	98.827,5	107.165,5	138.156,5
	D	149.929,9	136.640	132.298,9	137.338,1	149.157,2
Capitalisation boursière*	F	22.298,0	15.159,5	18.377,1	20.438,7	25.329,5
	D	22.704,4	13.222,7	17.852,8	19.011,6	23.197,7
Dividende versé**	F	402,2	394,4	357,4	451,5	594,7
	D	521,5	389,6	345,8	351,8	495,3
Effectif	F	102.786	98.011	97.020	99.423	101.862
	D	122.251	119.685	117.167	116.647	122.103

Source : Thomson Financial, rapports annuels, * = au 31.12. de l'année considérée en M €,
 ** = au cours de l'exercice considéré en M €

Quand on regarde l'évolution des données économiques dans le temps, on observe également des éléments intéressants (tableau 69 et figure 35). Tandis que la capitalisation boursière moyenne des *Blue Chips* des deux pays connaît une tendance similaire, il n'en va pas de même pour leur valeur comptable. De fait, au niveau des firmes allemandes, cette dernière regagne, fin 2005, le niveau déjà enregistré avant l'écroulement des marchés boursiers en 2002. En revanche, le total de l'actif moyen des sociétés françaises augmente de presque 40 % depuis l'année 2001 et s'approche fin 2005 de la moyenne des grandes firmes outre-Rhin. Ce phénomène s'explique, à notre avis, vraisemblablement par la forte croissance et les activités de fusions et d'acquisitions des groupes financiers de l'Hexagone pendant cette période.⁴⁴³

Figure 35 : Évolution des valeurs comptables et boursières des firmes françaises et allemandes



Source : notre propre figure ; VC = valeur comptable, CB = capitalisation boursière

⁴⁴³ Tandis que la quote-part de la valeur comptable des groupes financiers allemands, rapportée à l'ensemble des sociétés du DAX 30, connaît, entre 2001 et 2005, une légère baisse passant de 73,2 % à 70,3 %, celle des sociétés financières françaises augmente d'un niveau de 59,3 % en 2001 à 68,6 % en 2005.

2.1 Comparaison des éléments de gouvernance

Dans la sous-section suivante, nous étudierons les caractéristiques de gouvernance des entreprises des deux échantillons nationaux et leur évolution, et nous les comparerons aux résultats de la littérature existante. À ce titre, il s'agira, notamment, d'appréhender la structure organisationnelle choisie, la taille de l'organe de contrôle et le nombre de réunions tenues par celui-ci par exercice, le nombre de comités consultatifs existants, ainsi que leurs réunions.

2.1.1 Le mode organisationnel choisi

Si les sociétés cotées allemandes sont *de jure* contraintes d'appliquer une structure duale à stricte séparation des fonctions entre le président du directoire et celui du conseil de surveillance, les entreprises françaises ont, depuis la loi NRE de 2001, le choix d'opter pour l'un des trois modèles suivants : une forme duale inspirée du modèle allemand, une structure moniste avec cumul fonctionnel et une structure moniste avec séparation des fonctions.

Comme l'indique le tableau suivant, la majorité des sociétés du CAC 40 applique toujours une structure moniste avec cumul des fonctions dans la personne du PDG (tableau 70). Un quart environ des firmes a choisi une structure duale, cette part restant relativement stable entre 2001 et 2005. Le mode moniste avec séparation des fonctions n'est retenu que par une minorité, leur quote-part ayant, cependant, doublé pour atteindre 20 % fin 2005. Nos chiffres divergent légèrement de ceux de GODARD / SCHATT (2005a) qui observent, pour un échantillon de 96 sociétés, qu'en 2002, 61 % des firmes optent pour une structure moniste traditionnelle, 11 % pour un modèle moniste avec dissociation des fonctions, et 28 % pour une formule duale.

Tableau 70 : Évolution des modes organisationnels choisis

		2001	2002	2003	2004	2005
France	Nombre de firmes	39	40	40	40	40
	Structure moniste à cumul fonctionnel	25 (64,1 %)	23 (57,5 %)	22 (55,0 %)	23 (57,5 %)	22 (55,0 %)
	Structure moniste à séparation des fonctions	3 (7,7 %)	6 (15,0 %)	9 (22,5 %)	8 (20,0 %)	8 (20,0 %)
	Structure duale	11 (28,2 %)	11 (28,2 %)	9 (22,5 %)	9 (22,5 %)	10 (25,0 %)
Allemagne	Nombre de firmes	30	30	30	30	30
	Structure duale	30 (100,0 %)	30 (100,0 %)	30 (100,0 %)	30 (100,0 %)	30 (100,0 %)

Source : rapports annuels ; structures appliquées à la fin de l'année considérée

2.1.2 La taille des organes de contrôle

Outre le mode organisationnel, la taille des conseils d'administration constitue une autre différence entre les grandes firmes françaises et allemandes (tableau 71 et figure 36). Si la taille des organes de contrôle des sociétés du CAC 40 s'avère relativement stable lors des cinq années de notre analyse et oscille autour d'une moyenne de 14,5 administrateurs, les entreprises du DAX 30 se caractérisent par des conseils plus larges qui sont constitués, en moyenne, de 18,8 mandataires.⁴⁴⁴ La divergence se renforce lorsqu'on compare uniquement le nombre de représentants des actionnaires. Nos chiffres français divergent, de surcroît, de ceux d'autres études. Ainsi, GODARD / SCHATT (2005a) trouvent pour l'année 2002 une moyenne plus faible de 11,2 mandataires par conseil, tandis que NGUYEN-DANG (2006) observe entre 1994 et 2001 une taille moyenne de 11,4.⁴⁴⁵ Quant aux chiffres allemands, FAUVER / FUERST (2006) obtiennent, lors de l'étude de 786 firmes en 2003, une moyenne de 7,03 membres. Les différences précitées s'expliquent, à notre avis, par le fait que ces échantillons comprennent davantage de sociétés, ce qui conduit à une taille moyenne plus faible des organes de contrôle.

Tableau 71 : Évolution de la taille des organes de contrôle

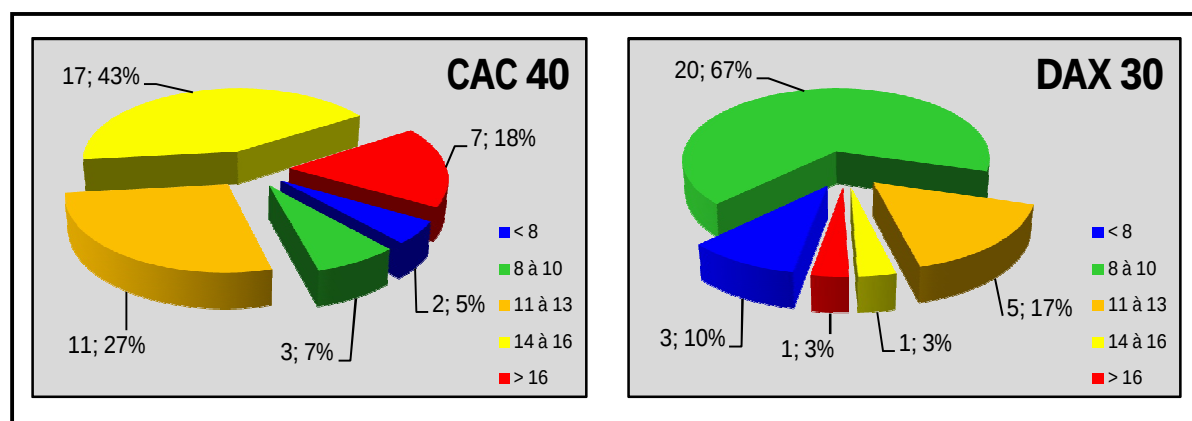
			2001	2002	2003	2004	2005
France	Nombre de firmes		39	40	40	40	40
	taille du CA / CS	Moyenne	14,62	14,62	14,36	14,51	14,66
		RdA	13,67	13,59	13,25	13,45	13,62
		Médiane	14,75	14,04	14,00	14,67	15,00
		RdA	13,00	13,71	13,13	13,79	14,00
		Écart-type	3,62	3,56	3,27	3,29	3,26
		RdA	3,26	3,00	2,75	2,88	2,97
		Minimum	5,00	5,00	5,58	6,00	6,58
		RdA	5,00	5,00	5,58	6,00	6,58
		Maximum	24,00	23,17	21,33	22,42	23,00
		RdA	20,42	20,58	20,17	19,83	19,33
Allemagne	Nombre de firmes		30	30	30	30	30
	taille du CS	Moyenne	18,70	18,85	18,89	18,79	18,79
		RdA	9,87	9,86	9,93	9,82	9,84
		Médiane	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00
		RdA	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
		Écart-type	3,81	3,70	3,68	3,70	3,72
		RdA	2,26	2,21	2,19	2,16	2,17
		Minimum	6,00	6,00	5,83	5,25	5,00
		RdA	6,00	5,33	5,83	5,25	5,00
		Maximum	24,67	25,00	25,00	24,33	24,67
		RdA	16,67	17,00	17,00	16,33	16,67

Source : nos propres calculs ; il s'agit de la taille effective qui tient compte des départs et arrivées au cours de la période étudiée ; T = tous les administrateurs, RdA = représentants des actionnaires

⁴⁴⁴ L'hypothèse nulle relative à l'égalité des moyennes nationales a pu être rejetée au seuil de 1 %.

⁴⁴⁵ L'écart-type chez GODARD / SCHATT (2005a) est de 4,1 indiquant que plus de deux-tiers des 97 firmes se caractérisent par un conseil dont la taille varie entre 7 et 15 membres (sous la condition que la distribution suit une loi normale). Comparé à cela, plus de deux-tiers de nos firmes accueillent entre 11 et 18 administrateurs.

Figure 36 : Taille des organes de contrôle du CAC 40 et du DAX 30 en 2005



Source : notre propre figure ; sont considérés, ici, les représentants des actionnaires uniquement

Lorsqu'on regarde la répartition des firmes relativement au nombre d'administrateurs représentant les actionnaires, on obtient également quelques renseignements intéressants. Ainsi, en 2005, 17 des sociétés du CAC 40 ont un organe de contrôle composé de 14 à 16 mandataires, auxquelles s'ajoutent 11 entreprises ayant entre 11 et 13 administrateurs et 7 groupes qui dépassent le nombre de 16 membres. Ensemble, 88 % des « *Blue Chips* » françaises accueillent au moins 11 mandataires du côté des actionnaires. L'entreprise avec le conseil d'administration le plus grand est celui de Dexia qui abrite 19,33 membres représentants des actionnaires (celui du Crédit Agricole lorsqu'on compte tous les administrateurs), alors que la société Michelin ne se dote que d'un conseil de surveillance composé, en 2005, de 6,58 mandataires.

Pour ce qui est de la taille des conseils de surveillance allemands, elle se caractérise, au cours de la période d'observation, par une moyenne de 18,8 environ au niveau de tous les mandataires et de 9,8 quand on regarde uniquement les représentants des actionnaires. Ces chiffres sont nettement plus faibles que ceux obtenus pour les premières sociétés françaises. La médiane est d'un niveau de 20 et de 10 respectivement, indiquant que la majorité des sociétés emploie plus de 20.000 salariés. Au niveau de la répartition des tailles de conseil, les deux-tiers des firmes du DAX 30 ont un organe de contrôle comprenant entre 8 et 10 représentants des actionnaires, alors que seules 7 sociétés dépassent la barre des 10 mandataires.⁴⁴⁶ Le conseil de surveillance le plus petit, qui ne comprend que 5 membres, est celui de *Fresenius Medical Care*. Le plus grand conseil – excepté le traitement particulier du groupe *Henkel* – est celui du géant sidérurgique *ThyssenKrupp* qui est composé, en 2005, de 21,67 administrateurs.

⁴⁴⁶ À première vue, ce dernier point peut paraître bizarre car le législateur allemand limite généralement la taille d'un conseil de surveillance au nombre de 20 personnes, dont au maximum 10 représentants des actionnaires. Nos chiffres s'expliquent dans la mesure où nous avons également compté les administrateurs et présidents d'honneur qui siègent au conseil. Aussi, certaines entreprises comme *Deutsche Börse* sont, en raison de leur taille, soumises à la loi sur la participation à hauteur d'un tiers des salariés. Enfin, nous avons considéré, dans le cas de la société en commandite par actions *Henkel*, tant le conseil de surveillance que le comité des sociétaires, conduisant à un nombre de 24,67 et de 16,67 mandataires respectivement identifiés pour l'année 2005.

2.1.3 Les réunions des organes de contrôle

L'analyse de l'évolution du nombre de réunions des organes de contrôle de part et d'autre du Rhin révèle une fréquence de consultation plus élevée des conseils d'administration français (tableau 72). Pendant l'année 2005, ces derniers se tenaient, en moyenne, 7,25 fois dans les sociétés du CAC 40, mais seulement cinq fois environ dans les conseils des firmes du DAX 30. Cette différence est significative au seuil de 1 % pour les cinq exercices. Notons que GODARD / SCHATT (2005a) observent, lors de l'analyse de 95 sociétés françaises en 2002, un niveau moyen de 7,1 réunions, soit un écart d'une demi-réunion comparée à nos chiffres.⁴⁴⁷

Dans le cas des « *Blue Chips* » de l'Hexagone, nous pouvons, de surcroît, constater une tendance à la hausse du nombre de réunions, ce qui ne se confirme pas pour l'Allemagne. Ici, la moyenne varie autour d'un niveau de cinq consultations annuelles, sans que l'on puisse en déduire une tendance claire. Aussi, la divergence des valeurs extrêmes y est moins importante.

Tableau 72 : Évolution de la fréquence de réunions des organes de contrôle

		2001	2002	2003	2004	2005
France	Nombre de firmes	39	40	40	40	40
	réunions du CA / CS					
	Moyenne	6,38	6,58	6,93	7,20	7,25
	Médiane	6,00	6,00	6,50	7,00	7,00
	Écart-type	1,87	2,40	2,74	2,71	2,57
	Minimum	2,00	2,00	3,00	3,00	3,00
	Maximum	13,00	13,00	16,00	16,00	17,00
Allemagne	Nombre de firmes	30	30	30	30	30
	réunions du CS					
	Moyenne	5,23	4,87	5,30	4,93	5,17
	Médiane	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
	Écart-type	1,43	0,78	1,34	0,98	1,34
	Minimum	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
	Maximum	10,00	7,00	11,00	7,00	10,00

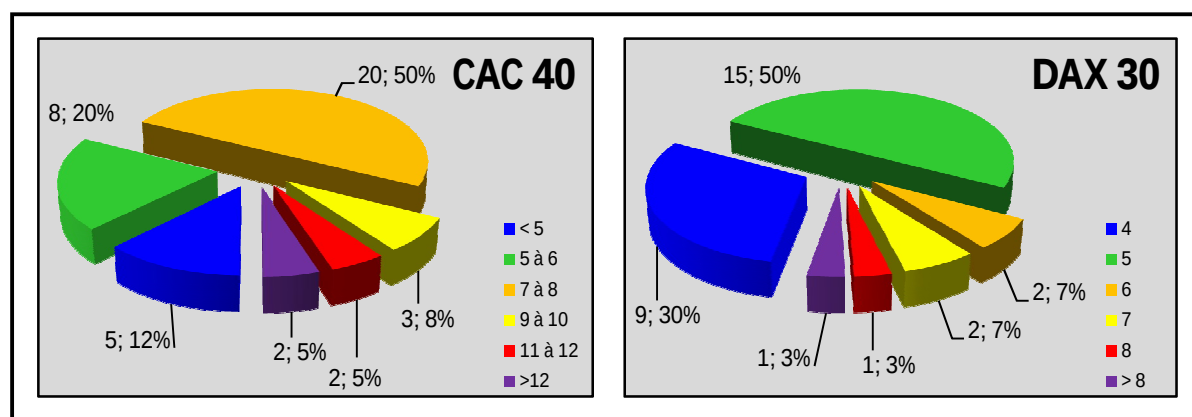
Source : nos propres calculs ; CA = conseil d'administration, CS = conseil de surveillance

L'entreprise française la plus « active » en 2005 est France Télécom (17 réunions), suivie par la Société Générale (13), le Crédit Agricole (11) et Dexia (11). Les firmes dont les conseils se tiennent le moins souvent sont Lagardère (3 réunions), LVMH (4), Michelin (4), Pernod Ricard (4) et Peugeot (4). Outre-Rhin, les sociétés *HypoVereinsbank* (10 réunions), *Deutsche Börse* (8), *Commerzbank* (7) et *Siemens* (7) sont en tête du classement, alors qu'un tiers presque des firmes étudiées n'applique que le minimum législatif de quatre réunions par an.

⁴⁴⁷ La médiane chez GODARD / SCHATT (2005a) étant identique à la nôtre pour l'année 2002, la différence constatée au niveau des moyennes s'explique vraisemblablement par l'existence de valeurs extrêmes.

Les différences abordées ci-dessus se manifestent de même quand on compare la répartition de la fréquence de réunions parmi les firmes des échantillons nationaux (figure 37). Dans le cas de la France, 32 % environ des grandes sociétés se caractérisent par six réunions annuelles de leur conseil d'administration. La moitié des entreprises du CAC 40 réunissent leurs conseils entre sept et huit fois par an. Enfin, seules 18 % des firmes ont tenu, en 2005, au moins neuf réunions, la part des groupes organisant, en moyenne, une réunion par mois étant très minime.

Figure 37 : Fréquence de réunions des organes de contrôle en 2005



Source : notre propre figure

Toute différente est l'image en Allemagne : ici, on constate qu'un tiers environ des sociétés du DAX 30 se contente de ne conduire que quatre réunions du conseil de surveillance par exercice, soit tout juste le minimum demandé par la loi commerciale. La moitié des firmes, soit 15 en absolu, organise tout de même cinq réunions en 2005. En revanche, seul un cinquième des sociétés dépasse, en 2005, le seuil de cinq réunions, le nombre de firmes dont les instances de contrôle se réunissent au moins sept fois – à savoir, à hauteur de la moyenne de leurs homologues français – n'atteignant qu'un niveau de 13 %, soit quatre sociétés du DAX 30.

2.1.4 Les comités consultatifs spécialisés

Les comités consultatifs ont fortement gagné de l'importance au cours ces dernières années. Si encore en 1987, CHARREAUX / PITOL-BELIN (1987) ne comptaient que 18 comités en France, GODARD / SCHATT (2005a) dénombrent, 15 ans plus tard, déjà plus de 220 de comités spécialisés dans les 89 firmes analysées, soit en moyenne 2,5 comités par société.⁴⁴⁸ Cette évolution semble – au moins en partie – due aux recommandations des codes de gouvernance relatives à l'importance d'une mise place de ces instances et au rôle essentiel que l'on leur attribue concernant la préparation des décisions qui sont à délibérer par l'organe de contrôle.

⁴⁴⁸ Précisons, cependant, que l'échantillon de CHARREAUX / PITOL-BELIN (1987) comprenait beaucoup de sociétés cotées sur le second marché, ce qui explique une partie de cet écart important.

L'analyse de nos deux échantillons fait ressortir que les sociétés allemandes se caractérisent, en moyenne, par un nombre plus important de comités spécialisés que les premières firmes françaises (tableau 73). En 2005, chaque entreprise du DAX 30 dispose ainsi, en moyenne, de 3,8 comités, alors que le niveau moyen des « *Blue Chips* » françaises n'est que de 2,9 instances consultatives. Ces différences sont statistiquement significatives au seuil de 5 % pour la totalité des années considérées. Nos chiffres sont proches de ceux de GODARD / SCHATT (2005a) qui trouvent, pour l'année 2002, un nombre moyen de 2,5 comités pour les 89 entreprises françaises étudiées. Le fait que notre moyenne soit légèrement supérieure semble s'expliquer par la création de davantage de comités dans les sociétés de taille internationale, l'objectif étant tant de rendre compte de leurs activités diverses que de faire preuve d'une bonne gouvernance.

Tableau 73 : Évolution du nombre de comités consultatifs établis

		2001	2002	2003	2004	2005
France	Nombre de firmes	39	40	40	40	40

	Nombre de comités	95	107	111	112	115
	Comités par société	2,4	2,7	2,8	2,8	2,9
	Comite d'audit	35	40	40	40	40
	Quote-part des firmes	89,7%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	Comite central*	36	39	39	39	39
	Quote-part des firmes	92,3%	97,5%	97,5%	97,5%	97,5%
	Comité stratégique	14	15	17	18	18
	Quote-part des firmes	35,9%	37,5%	42,5%	45,0%	45,0%
	autres comités	10	13	15	15	18
Allemagne	Nombre de firmes	30	30	30	30	30

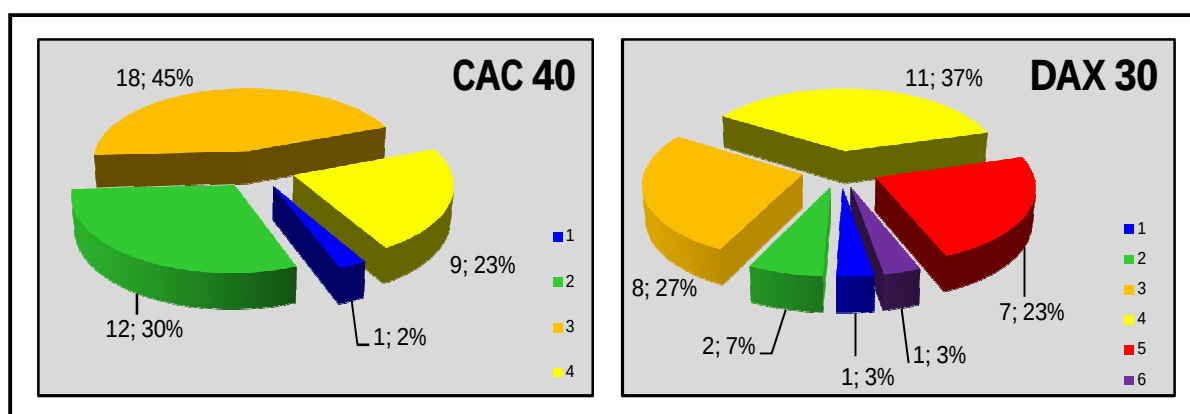
	Nombre de comités	92	105	113	113	114
	Comités par société	3,1	3,5	3,8	3,8	3,8
	Comite d'audit	13	25	30	30	30
	Quote-part des firmes	43,3%	83,3%	100,0%	100,0%	100,0%
	Comite central*	29	29	29	29	29
	Quote-part des firmes	96,7%	96,7%	96,7%	96,7%	96,7%
	Comité des conventions	26	26	26	26	26
	Quote-part des firmes	86,7%	86,7%	86,7%	86,7%	86,7%
	autres comités	24	25	28	28	29

Source : nos propres recherches ; * cette notion regroupe les comités de nomination et des rémunérations

Aussi, notre tableau confirme l'apparente tendance à une multiplication du nombre de comités spécialisés au niveau des plus grandes sociétés. Dans le cas du CAC 40, leur nombre absolu augmente de 95 en 2001 à 115 comités quatre ans plus tard, soit une hausse de 21 %. La croissance est de l'ordre de 24 % pour les premières entreprises allemandes qui disposent, fin

2005, de 114 comités, comparés à 92 en 2001. Le comité d'audit constitue l'organe le plus fréquemment répandu, toutes les sociétés en disposant fin 2005. Il en va de même pour le comité « général » qu'on retrouve dans 39 des 40 sociétés françaises et 29 des 30 firmes allemandes. Ce terme comprend les comités de nomination et des rémunérations. Dans la mesure où la description de leurs tâches n'était pas toujours claire, nous avons préféré traiter ces comités comme étant du même type. En cas d'existence de deux, voire de trois comités dissociés de ce type, les organes restants ont été décomptés dans la catégorie « autres comités ». Presqu'une firme française sur deux s'est dotée d'un comité stratégique (45 % en 2005). Toutefois, la répartition des comités parmi les sociétés est assez hétérogène, notamment outre-Rhin (figure 38). En France, seule une firme du CAC 40 (Lagardère) ne s'est dotée que d'un seul comité, 30 % des entreprises disposent de deux comités, 45 % de trois et presque un quart (23 %) des firmes a mis en place quatre organes consultatifs. Quant au DAX 30, seul le groupe *Fresenius Medical Care* se contente d'un comité. Deux sociétés disposent de deux comités, un quart environ de trois, 37 % de quatre, 23 % de cinq et le groupe *SAP* même de six instances consultatives.

Figure 38 : Répartition des comités spécialisés parmi les sociétés en 2005



Source : notre propre figure

Néanmoins, nous tenons à noter que ces chiffres peuvent conduire à de mauvaises interprétations. À la différence de l'État français, le législateur allemand contraint ainsi les sociétés soumises à la cogestion, de mettre en place un comité des conventions dont la mission principale consiste à résoudre d'éventuels conflits entre les représentants des actionnaires et des salariés. Or, lors de notre période d'observation, ledit comité ne s'est jamais tenu une seule fois dans les sociétés allemandes analysées. Lorsqu'on élimine ce type de comité, le nombre moyen d'organes consultatifs dans les firmes allemandes est identique à celui des sociétés françaises (2,9 en 2005), et même légèrement plus faible en 2001 (2,2 comparé à 2,4 pour le CAC 40). Un biais d'interprétation peut aussi venir des comités qui sont créés à la fin d'un exercice – et qui figurent, par conséquent, dans les rapports officiels – mais qui ne se réunissent pour la première fois que lors de l'année suivante ou, encore, des comités qui ne se tiennent qu'irrégulièrement.

Compte tenu de ce problème, nous avons également vérifié combien de comités se sont effectivement réunis dans chaque année de notre période d'observation. Les résultats sont synthétisés dans le tableau subséquent (74). Le tableau révèle que la question des comités non actifs concerne surtout les sociétés allemandes (entre 33,7 % des comités en 2001 et 24,6 % en 2005), une bonne partie de l'écart pouvant être expliquée par l'inactivité des comités des conventions. Néanmoins, la différence observée entre les sociétés du CAC 40 et le DAX 30 au niveau de la taille de leurs comités consultatifs reste significative après exclusion des comités non actifs.

Tableau 74 : Évolution du nombre de comités « actifs »

		2001	2002	2003	2004	2005
France	Nombre de firmes	39	40	40	40	40
	Nombre de comités	95	107	111	112	115
	Nombre de comités "actifs"	93	107	111	108	112
	Comités par société	2,4	2,7	2,8	2,8	2,9
	Comités "actifs" par société	2,4	2,7	2,8	2,7	2,8
	Nombre de réunions	237	331	421	446	451
	Réunions par comité	2,5	3,1	3,8	4,0	3,9
	Réunions par comité "actif"	2,5	3,1	3,8	4,1	4,0
Allemagne	Nombre de firmes	30	30	30	30	30
	Nombre de comités	92	105	113	113	114
	Nombre de comités "actifs"	61	70	87	86	86
	Comités par société	3,1	3,5	3,8	3,8	3,8
	Comités "actifs" par société	2,0	2,3	2,9	2,9	2,9
	Nombre de réunions	178	229	296	330	329
	Réunions par comité	1,9	2,2	2,6	2,9	2,9
	Réunions par comité "actif"	2,9	3,3	3,4	3,8	3,8

Source : nos propres recherches et calculs

Pour ce qui est de la fréquence de réunions des comités « actifs », on observe qu'elle est en progression durant les cinq années de notre analyse, leur nombre total ayant presque doublé. En France, son niveau moyen augmente de 2,5 réunions annuelles en 2001 à 4 consultations fin 2005. Les chiffres allemands sont relativement proches des moyennes françaises et s'élèvent à 2,9 réunions dans l'exercice 2001 et 3,8 réunions en 2005. Cependant, les tests de différences de moyenne ne nous permettent pas de rejeter l'hypothèse nulle relative à l'égalité des moyennes respectives de nos échantillons nationaux. Par conséquent, nous admettons que les faibles différences que l'on peut constater au niveau des moyennes de réunions des comités spécialisés sont de nature aléatoire, mais ne révèlent pas de caractère systématique.

2.2 Comparaison des liens interconseils identifiés

Après la description de divers éléments de gouvernance et la mise en lumière de leurs différences dans nos deux échantillons nationaux, il sera question de s'interroger, ci-après, et de nouveau de façon comparative, sur les caractéristiques des liens personnels que nous avons pu identifier tant pour les sociétés du CAC 40, que pour celles du DAX 30.

À ce titre, nous tenons à souligner qu'il ne s'agit pas, ici, de répartir les chiffres calculés pour l'échantillon global, sur les échantillons nationaux. Au contraire, l'importance des « cumuls transfrontaliers », ainsi que l'existence d'administrateurs cumulant au niveau global, mais pas au niveau national, nécessitent de recalculer l'ensemble des indicateurs présentés et peuvent même aboutir à d'autres conclusions que celles présentées pour le réseau global.

Tableau 75 : Évolution des liens personnels

		2001	2002	2003	2004	2005
France	Nombre de firmes analysées	39	40	40	40	40
	Nombre de firmes interconnectées	38	39	39	40	40
	Total des liens personnels créés	471,3	461,2	419,0	423,2	406,3
	Liens noués en moyenne par firme	12,1	11,5	10,5	10,6	10,2
	Maximum de liens noués	36,7	29,5	28,3	26,3	25,2
	Cumul moyen par administrateur*	0,86	0,85	0,80	0,79	0,76
	Cumul maximum par administrateur	2,16	2,31	2,02	1,85	1,92
Allemagne	Nombre de firmes analysées	30	30	30	30	30
	Nombre de firmes interconnectées	28	28	28	29	29
	Total des liens personnels créés	380,5	392,1	387,9	396,3	374,6
	Liens noués en moyenne par firme	12,7	13,1	12,9	13,2	12,5
	Maximum de liens noués	29,4	29,1	24,7	25,0	25,0
	Cumul moyen par administrateur*	1,25	1,29	1,27	1,30	1,23
	Cumul maximum par administrateur	2,96	3,29	2,97	2,75	2,45

Source : nos recherches et calculs ; * correspond à la variable CUMUL_TOTAL

De même que pour l'analyse de l'échantillon global, le tableau ci-dessus indique que les liens personnels affectent la quasi-totalité des grandes entreprises, tant dans l'Hexagone qu'outre-Rhin (tableau 75). En France, le taux d'interconnexion des « *Blue Chips* » s'élève, depuis 2004, à 100 %, tandis que « uniquement » 96,7 % (29 sur 30) des premières sociétés allemandes sont liées par l'échange d'administrateurs. De surcroît, la tendance à l'interconnexion de toutes les firmes se produit parallèlement à une baisse des liens de l'ordre de 16 % entre 2001 et 2005. Ce

trend se confirme également lorsqu'on regarde l'évolution du nombre moyen des liens noués par firme, qui diminue de deux relations environ. Enfin, l'entreprise dont les administrateurs sont le plus interconnectés vers d'autres firmes perd onze relations environ, passant de 36,7 liens établis en 2001 (BNP Paribas) à 25,2 liens (toujours BNP) cinq ans plus tard. En revanche, le nombre de liens au sein du DAX 30 semble rester assez stable au cours de la période d'observation, les relations en 2005 étant aussi nombreuses que celles de l'année 2001. Le niveau des liens noués, en moyenne, par firme oscille autour de 13. Toutefois, le maximum de liens établis diminue d'un niveau de 29,4 (*E.On*) au début de notre étude à 25,0 liens (*Bayer*) en 2005.

Quand on étudie l'évolution des liens à partir de la perspective des administrateurs représentant les actionnaires, cela conduit *a priori* aux mêmes conclusions. Ainsi, le cumul moyen par mandataire du CAC 40 baisse de 0,86 mandats en 2001 à 0,76 postes externes en 2005, soit une réduction d'environ 13 %. Le cumul maximum par administrateur s'élève, à la fin de la période étudiée, à un niveau de 1,92 mandat externe (BNP Paribas), après avoir atteint 2,31 postes en 2002 (AXA), soit une baisse de 20 % environ en quatre ans. En ce qui concerne le DAX 30, le cumul de postes moyen par représentant du côté actionnarial tourne autour d'un niveau de 1,25 mandat environ. Toutefois, on observe aussi une diminution du cumul maximum par mandataire. Si, par exemple, encore en 2002, les administrateurs de *Linde* occupaient, en moyenne, 3,29 mandats externes, ce chiffre n'atteint qu'un niveau de 2,45 postes à la fin de l'année 2005.

Compte tenu de ces résultats, deux conclusions s'imposent. Premièrement, il s'avère que le réseau du CAC 40 connaît une légère baisse du nombre des relations qui sont établies en son sein, alors que les liens interconseils du DAX 30 ne semblent pas soumis à des changements majeurs. Pour les liens établis *via* le partage d'administrateurs communs entre les sociétés du premier indice boursier allemand, nous ne pouvons donc, pour le moment, pas confirmer l'image, souvent mobilisée par la presse économique, d'une érosion de la « *Deutschland AG* ».

Deuxièmement, les « *Blue Chips* » allemandes se caractérisent par un nombre plus important d'interconnexions personnelles que les grandes entreprises françaises. Ainsi, un administrateur représentant les actionnaires d'une société allemande cumule, en moyenne, davantage de mandats externes qu'un mandataire du CAC 40. Ces différences sont statistiquement significatives au seuil de 1 % pour chaque année de notre période d'observation (2001-2005). À notre avis, elles peuvent être expliquées, tout au moins en partie, par un effet de taille. Dans la mesure où l'échantillon français comprend davantage d'entreprises que l'échantillon allemand (40 *versus* 30 firmes) et, de surcroît, suite à la différence de taille des organes de contrôle, davantage de mandataires représentant les actionnaires, le nombre de postes externes occupés, en moyenne, par administrateur, tend à s'affaiblir dans le cas des sociétés françaises.

Une distinction des liens personnels selon leur nature – à savoir, selon qu’un administrateur vient d’une équipe dirigeante externe et / où d’un organe de contrôle externe – permettrait de mieux interpréter l’évolution du partage de mandataires que nous venons de décrire. Par conséquent, nous avons détaillé, dans le tableau suivant, l’évolution de ces deux types de liens personnels pendant les cinq années de notre étude (tableau 76). Leur distinction selon les échantillons nationaux met en lumière les différences majeures entre les deux pays.

Tableau 76 : Évolution des liens personnels distingués selon leur nature

			2001	2002	2003	2004	2005
France	Liens noués vers d'autres équipes dirigeantes	Nombre de firmes analysées	39	40	40	40	40
		Nombre de firmes disposant de ces liens	27	31	34	34	33
		Total des liens personnels créés	75,7	79,4	67,4	69,2	64,5
		Liens noués en moyenne par firme	1,9	2,0	1,7	1,7	1,6
		Maximum de liens noués	8,0	5,3	5,3	5,4	5,3
		Cumul moyen par administrateur*	0,14	0,15	0,13	0,13	0,12
		Cumul maximum par administrateur	0,45	0,45	0,53	0,40	0,38
	Liens noués vers d'autres organes de contrôle	Nombre de firmes analysées	39	40	40	40	40
		Nombre de firmes disposant de ces liens	38	39	39	40	40
		Total des liens personnels créés	395,7	381,8	351,6	354,0	341,8
		Liens noués en moyenne par firme	10,1	9,5	8,8	8,9	8,5
		Maximum de liens noués	32,7	26,0	25,3	23,3	22,8
		Cumul moyen par administrateur**	0,72	0,70	0,66	0,66	0,64
		Cumul maximum par administrateur	1,92	1,87	1,70	1,62	1,74
Allemagne	Liens noués vers d'autres équipes dirigeantes	Nombre de firmes analysées	30	30	30	30	30
		Nombre de firmes disposant de ces liens	26	26	26	24	24
		Total des liens personnels créés	67,2	61,4	54,0	51,6	49,1
		Liens noués en moyenne par firme	2,2	2,0	1,8	1,7	1,6
		Maximum de liens noués	7,0	7,0	4,3	4,0	4,8
		Cumul moyen par administrateur*	0,22	0,21	0,18	0,17	0,16
		Cumul maximum par administrateur	0,80	0,70	0,54	0,53	0,59
	Liens noués vers d'autres organes de contrôle	Nombre de firmes analysées	30	30	30	30	30
		Nombre de firmes disposant de ces liens	28	28	28	29	29
		Total des liens personnels créés	313,3	330,7	333,9	344,7	325,5
		Liens noués en moyenne par firme	10,4	11,0	11,1	11,5	10,9
		Maximum de liens noués	26,7	27,7	24,2	23,7	21,7
		Cumul moyen par administrateur**	1,03	1,08	1,09	1,13	1,07
		Cumul maximum par administrateur	2,46	2,88	2,61	2,38	2,07

Source : nos propres recherches et calculs ; * correspond à la variable CUMUL_DIRECT ;
* correspond à la variable CUMUL_CONTR

Le tableau 76 fait ressortir de nombreuses informations intéressantes. Pour ce qui est de l'échantillon français, on constate que la diminution observée des liens interconseils s'explique par une réduction simultanée des deux types de relations analysées. D'une part, le nombre de liens noués, *via* les administrateurs, vers des équipes dirigeantes externes, s'affaiblit d'un niveau de 76 environ en 2001 à 65 connexions en 2005, soit une baisse de 17 %. La baisse est particulièrement remarquable pour les entreprises entretenant le plus de relations. À ce titre, ce sont notamment les groupes Vinci (-7), Vivendi Universal (-4), Lafarge (-2,67) et Renault (-2) qui accueillent en 2005 beaucoup moins de dirigeants externes qu'en 2001. Ainsi, le titre du « champion » du cumul de mandats de direction, occupé en 2001 par le groupe Vinci (8 postes), revient en 2005 à Sanofi-Aventis dont les administrateurs exercent 5,33 mandats de *management* externes. La baisse du nombre de liens personnels directs est pourtant en partie compensée par L'Oréal (+3,08), France Télécom (+2) et Crédit Agricole (+1,83). D'autre part, les liens établis vers d'autres organes de contrôle diminuent de 396 en 2001 à 342 relations interconseils cinq ans plus tard, ce qui correspond à une baisse de tout de même 15,8 %. Ici, les sociétés Vivendi Universal (-12,33), LVMH (-9,58), AXA (-8,17), Alcatel (-7,75) et Saint Gobain (-7,08) voient le nombre de leurs liens personnels indirects le plus reculer. La société disposant, en 2001, du plus de relations avec d'autres conseils, BNP Paribas, perd dix liens, mais reste en tête du classement de 2005 (22,75 postes de contrôle externes cumulés par ses administrateurs).

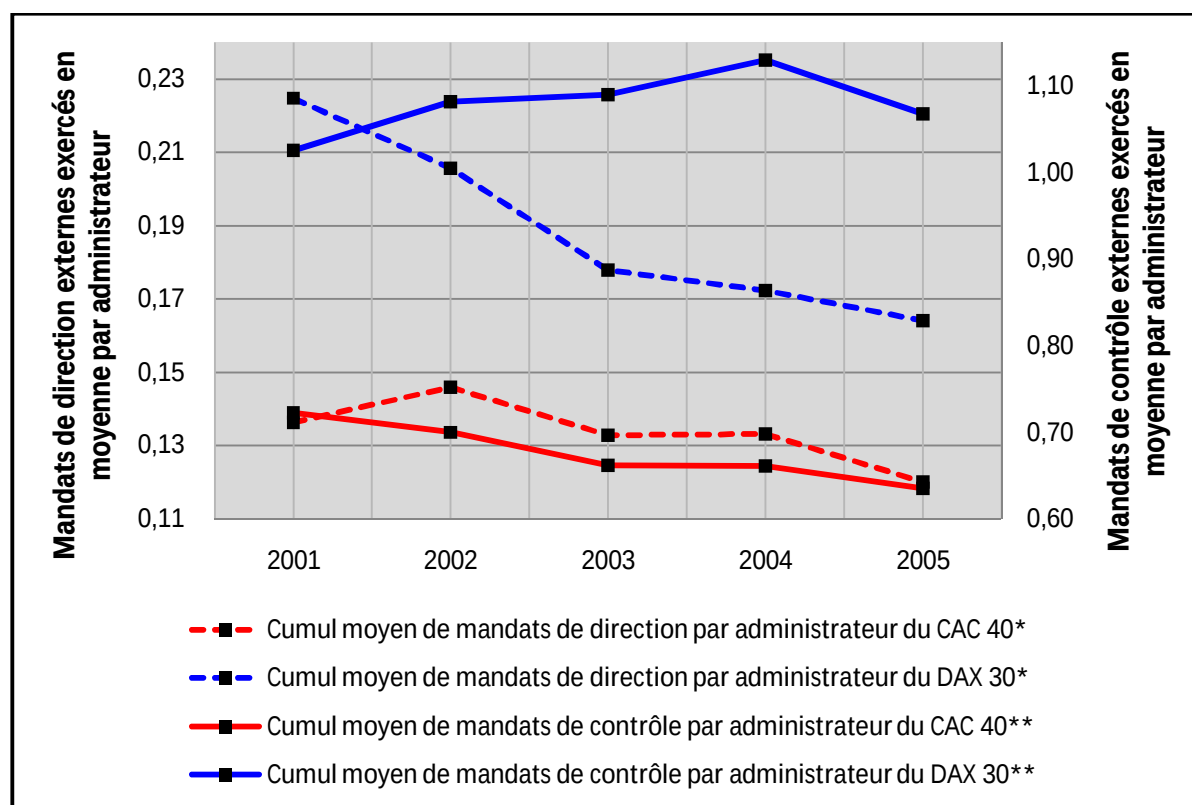
Malgré cette réduction en termes absolus, 83 % des sociétés du CAC 40 accueillent, en 2005, au moins un dirigeant externe dans leur conseil d'administration / de surveillance, comparé à 69 % en 2001. Cela peut surprendre à première vue, mais s'explique vraisemblablement par une réorganisation du réseau qui permet de connecter davantage de firmes avec moins de mandataires. Quand on regarde le réseau basé sur les mandataires n'occupant pas de fonctions exécutives externes, on constate qu'il a été de même « perfectionné » de façon à ce que, depuis 2004, la totalité des grandes firmes en fasse partie. Parallèlement à la baisse globale des liens, leur nombre moyen établi par firme connaît, logiquement, une réduction. Si les administrateurs d'une société cumulent, encore en 2001, en moyenne 1,9 mandat de direction externe, ce chiffre régresse à un niveau de 1,6 poste cinq ans plus tard. Dans le même temps, la moyenne des mandats de contrôle externes, occupés par les mandataires d'une firme, diminue de 10,1 à 8,5 postes.

L'évolution précitée ne change pas après la neutralisation pour la taille des organes de contrôle des entreprises du CAC 40. Ainsi, le cumul moyen de mandats de direction externe diminue d'un niveau de 0,14 poste en 2001 à 0,12 poste par administrateur représentant les actionnaires dans l'année 2005. Il en va de même pour les postes de contrôle externes dont le niveau s'affaiblit de 0,72 mandat en 2001 à 0,64 mandat cinq ans plus tard.

Comparée à la France, l'évolution des liens interconseils entre les premières entreprises allemandes s'avère différente (figure 39). La diminution des relations établies vers des équipes dirigeantes (celles-ci reculent d'un niveau de 67,2 à 49,1 liens, soit une baisse de tout de même 36,9 %) y est compensée par une hausse des relations vers des organes de contrôle externes (passant de 313,3 relations en 2001 à 325,5 liens en 2005, soit une augmentation de 3,9 %), faisant que le total des liens personnels interconseils mis en place reste, comme cela a été montré par le tableau 75, relativement stable entre le début et la fin de notre période.

Néanmoins, les changements au niveau des entreprises individuelles ont parfois été considérables. Ainsi, on observe notamment une baisse des liens directs dans les organes de contrôle des groupes du secteur financier – *Münchener Rück* (-3,92), *Allianz* (-2), *HypoVereinsbank* (-2) et *Deutsche Börse* (-1,17) –, cette diminution étant, toutefois, moins importante que dans le cas des sociétés françaises. Seule la *Deutsche Bank* (+1) augmente ses relations directes, alors que la *Commerzbank* (± 0) ne connaît pas de changement de ses interconnexions. Certains groupes industriels et commerciaux semblent prendre le relai des groupes financiers et multiplient leurs relations vers des équipes de direction externes. Il s'agit, ici, de *Deutsche Telekom* (+1,92), *Bayer* (+1,92), *BASF* (+1), *SAP* (+1) et *Henkel* (+0,67) qui renforcent leur liens interconseils.

Figure 39 : Évolution des mandats de direction et de contrôle externes



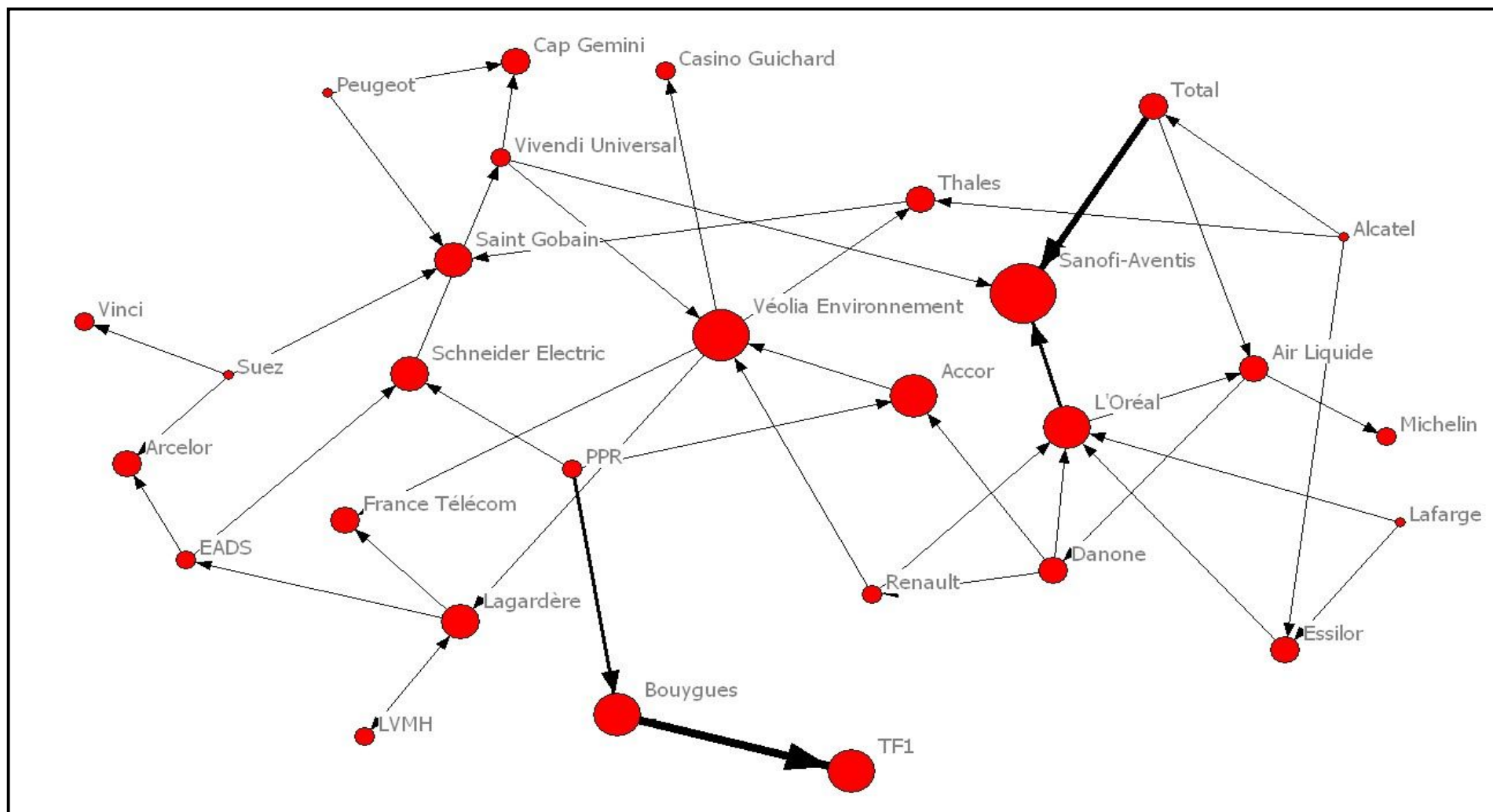
Source : nos propres calculs ; * correspond à la variable CUMUL_DIREC, ** correspond à la variable CUMUL_CONTR

Au niveau des liens personnels indirects, aucun secteur économique ne semble jouer un rôle prépondérant. Si certaines sociétés perdent un nombre important de relations reposant sur l'échange d'administrateurs « ordinaires » – il s'agit, ici, notamment de *ThyssenKrupp* (-6,67), *E.On* (-6,42), *Schering* (-4,33), *Linde* (-3,08) et *Continental* (-2,92) –, d'autres en regagnent – ce sont essentiellement les groupes *Bayer* (+8,17), *Deutsche Lufthansa* (+8), *Metro* (+7,33), *HypoVereinsbank* (+4,25) et *Deutsche Post* (+4) qui renforcent le partage d'administrateurs communs –, faisant que le nombre total des liens personnels indirects connaît même une légère hausse par rapport au niveau initial de l'année 2001. Quand on regarde chacune des cinq années considérées, on constate une progression successive des relations indirectes atteignant leur niveau le plus élevé dans l'année 2004, et une diminution des liens durant la dernière année analysée.

La tendance précédemment décrite ressort également lorsqu'on analyse l'évolution du cumul de mandats moyen par administrateur représentant les actionnaires. Ainsi, le nombre de fonctions de direction externes qu'occupe, en moyenne, ce type de mandataires diminue de 0,22 poste par administrateur en 2001 à un niveau de 0,16 poste en 2005. Parallèlement, le nombre de mandats de contrôle externes, qui sont exercés par les représentants des actionnaires, reste, pendant toute la période observée, plus ou moins sur le même niveau (1,03 poste en 2001 *versus* 1,07 fonction en 2005). En 2005, un conseil de surveillance typique du DAX 30, à savoir composé de dix représentants des actionnaires et de dix membres mandatés par les salariés, dispose ainsi, en moyenne, de deux canaux de communication vers d'autres directions générales dudit indice et de dix canaux de contact potentiels envers des conseils de surveillance d'autres « *Blue Chips* » allemandes. Toutefois, les moyennes présentées cachent des disparités importantes. Ainsi, le nombre de fonctions *managériales* externes occupées, en moyenne, par chaque administrateur de la compagnie d'assurance *Münchener Rück* tombe de 0,70 en 2001 à 0,31 en 2005, celui du groupe *Infineon Technologies* de 0,80 à 0,59 et celui de l'assureur *Allianz* de 0,30 à 0,10. En revanche, les chiffres de *Deutsche Telekom*, *Bayer* et *BASF* augmentent, dans la même période, respectivement de 0,00 à 0,19, de 0,12 à 0,30 et de 0,20 à 0,30 poste par mandataire. Pour ce qui est des mandats de contrôle externes, *E.On* (-0,58), *ThyssenKrupp* (-0,56) et *Schering* (-0,54) connaissent une forte baisse de leur nombre moyen, tandis que *Bayer* (+0,84), *Metro* (+0,84) et *Deutsche Lufthansa* (+0,73) voient le nombre de postes de contrôle exercés, en moyenne, par chacun de leurs administrateurs dans d'autres sociétés, se multiplier.

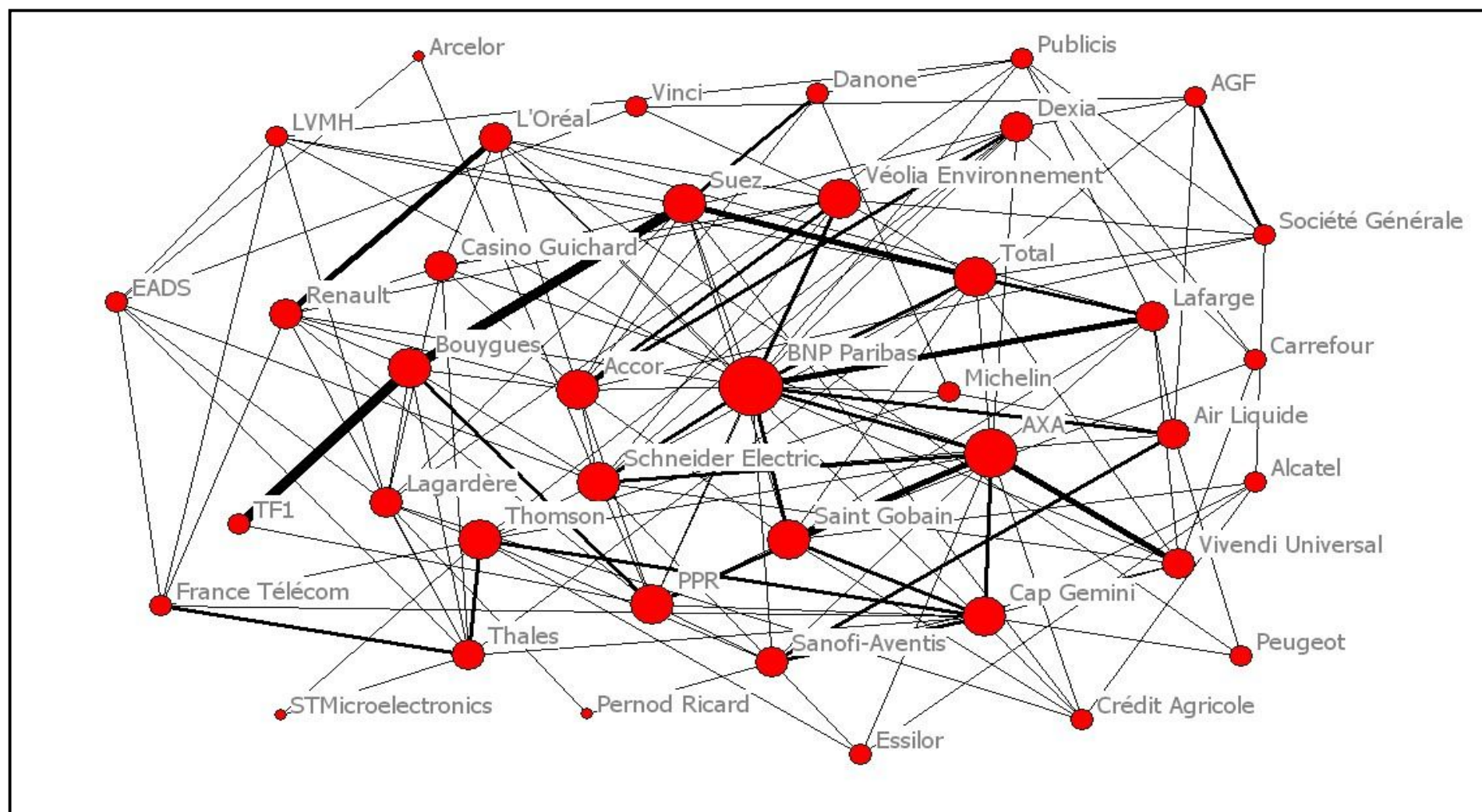
Comme pour l'échantillon global, nous avons cartographié, pour chacun des échantillons nationaux, les relations personnelles établies entre les plus grandes sociétés. À ce titre, les liens reposant sur l'envoi de mandataires à fonction exécutive ont été explicitement distingués de ceux qui sont basés sur l'échange d'administrateurs « ordinaires » (figures 40 à 47). Ces figures nous permettent de mieux visualiser les réseaux d'administrateurs français et allemands, et d'obtenir davantage d'informations sur leurs structures respectives.

Figure 41 : Liens établis par des administrateurs occupant des fonctions exécutives externes : portrait du CAC 40 en 2005 sans groupes financiers



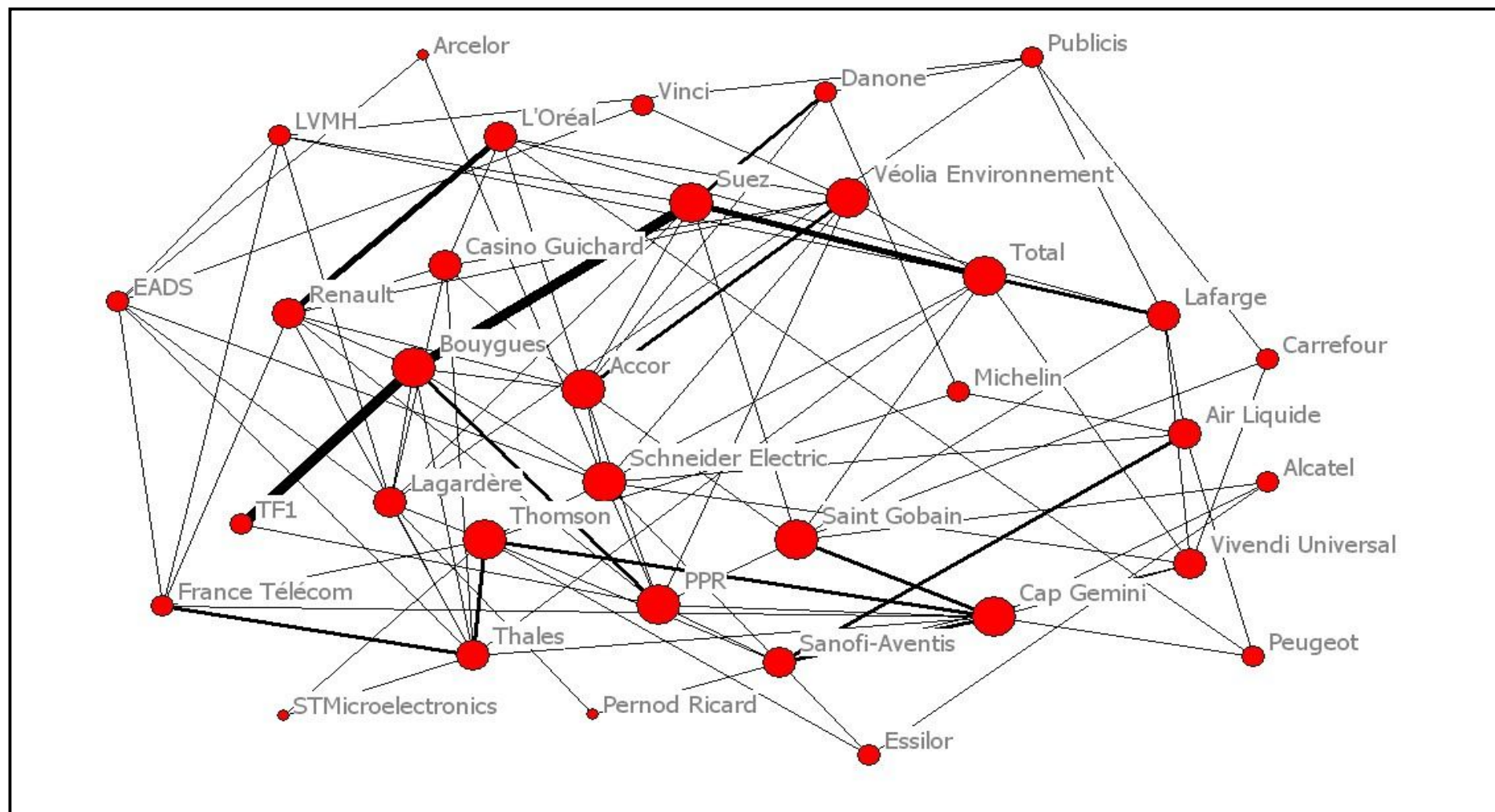
Source : nos propres recherches ; les flèches représentent la direction des liens ; l'épaisseur des graphes indique le nombre de dirigeants créant le lien interconseils respectif ; la taille des cercles reflète le nombre de dirigeants externes accueillis dans l'organe de contrôle ; l'élimination concerne les sociétés AGF, AXA, BNP Paribas, Crédit Agricole, Dexia et Société Générale ; logiciels sociométriques utilisés : *Ucinet 6 for Windows*, *Netdraw*

Figure 42 : Liens établis par l'échange d'administrateurs « ordinaires » : portrait du CAC 40 en 2005



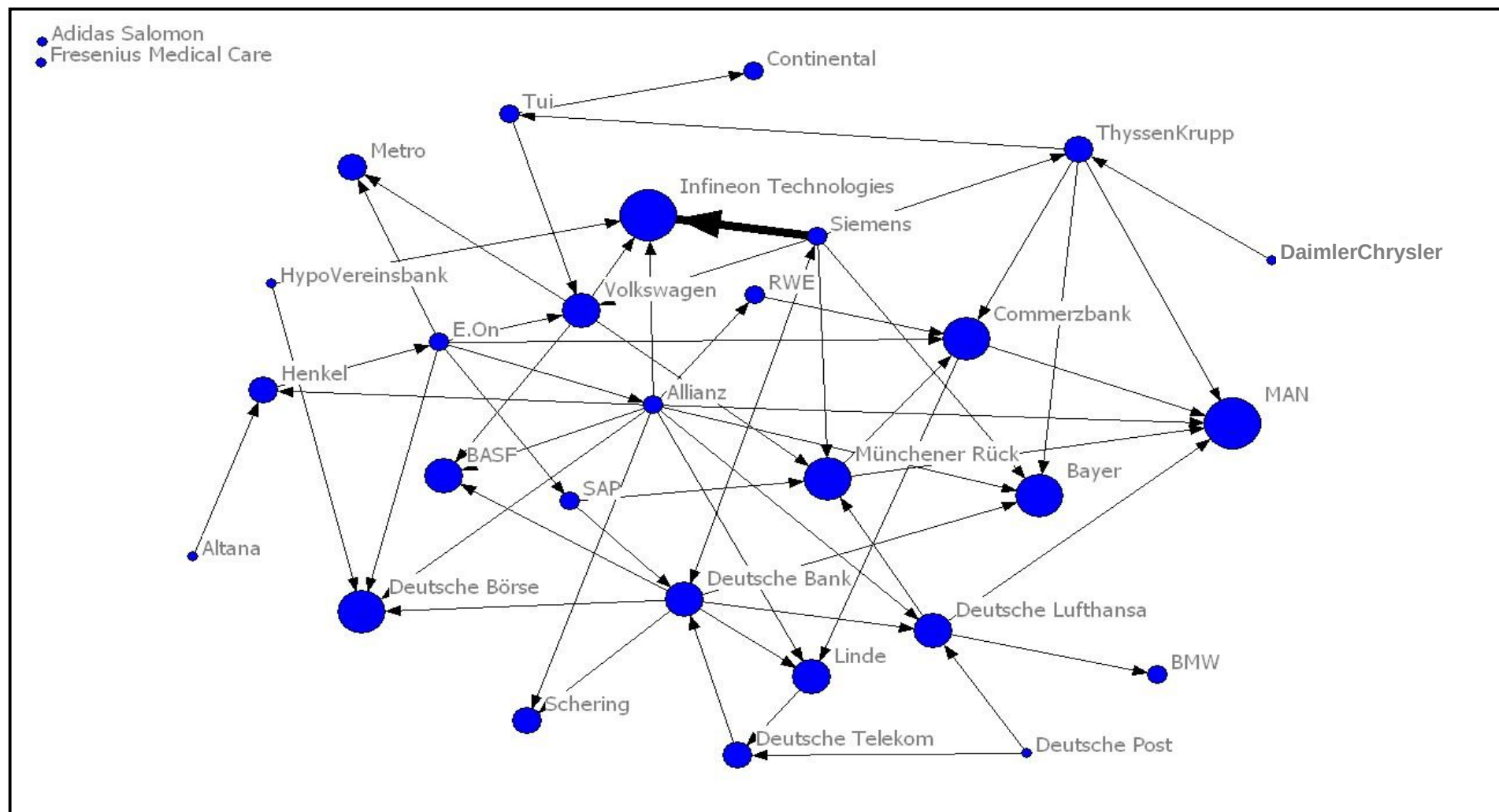
Sources : nos propres recherches ; l'épaisseur des graphes indique le nombre d'administrateurs créant le lien interconseils respectif ; la taille des cercles reflète le nombre de « cumulards » siégeant dans l'organe de contrôle ; logiciels sociométriques utilisés : *Ucinet 6 for Windows*, *Netdraw*

Figure 43 : Liens établis par l'échange d'administrateurs « ordinaires » : portrait du CAC 40 en 2005 sans groupes financiers



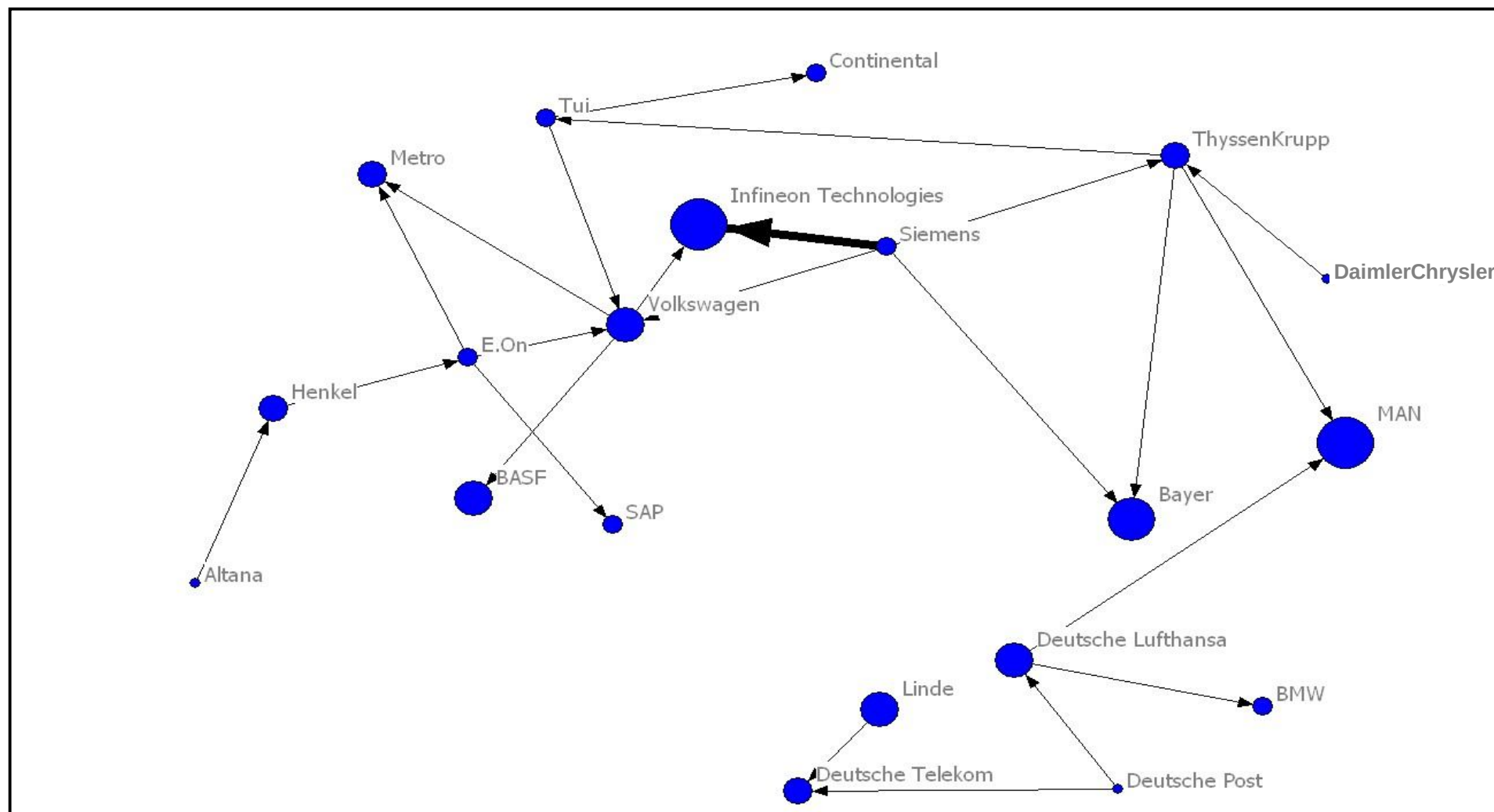
Sources : nos propres recherches ; l'épaisseur des graphes indique le nombre d'administrateurs créant le lien interconseils respectif ; la taille des cercles reflète le nombre de « cumulards » siégeant dans l'organe de contrôle ; l'élimination concerne les sociétés AGF, AXA, BNP Paribas, Crédit Agricole, Dexia et Société Générale ; logiciels sociométriques utilisés : *Ucinet 6 for Windows*, *Netdraw*

Figure 44 : Liens établis par des administrateurs occupant des fonctions exécutives externes : portrait du DAX 30 en 2005



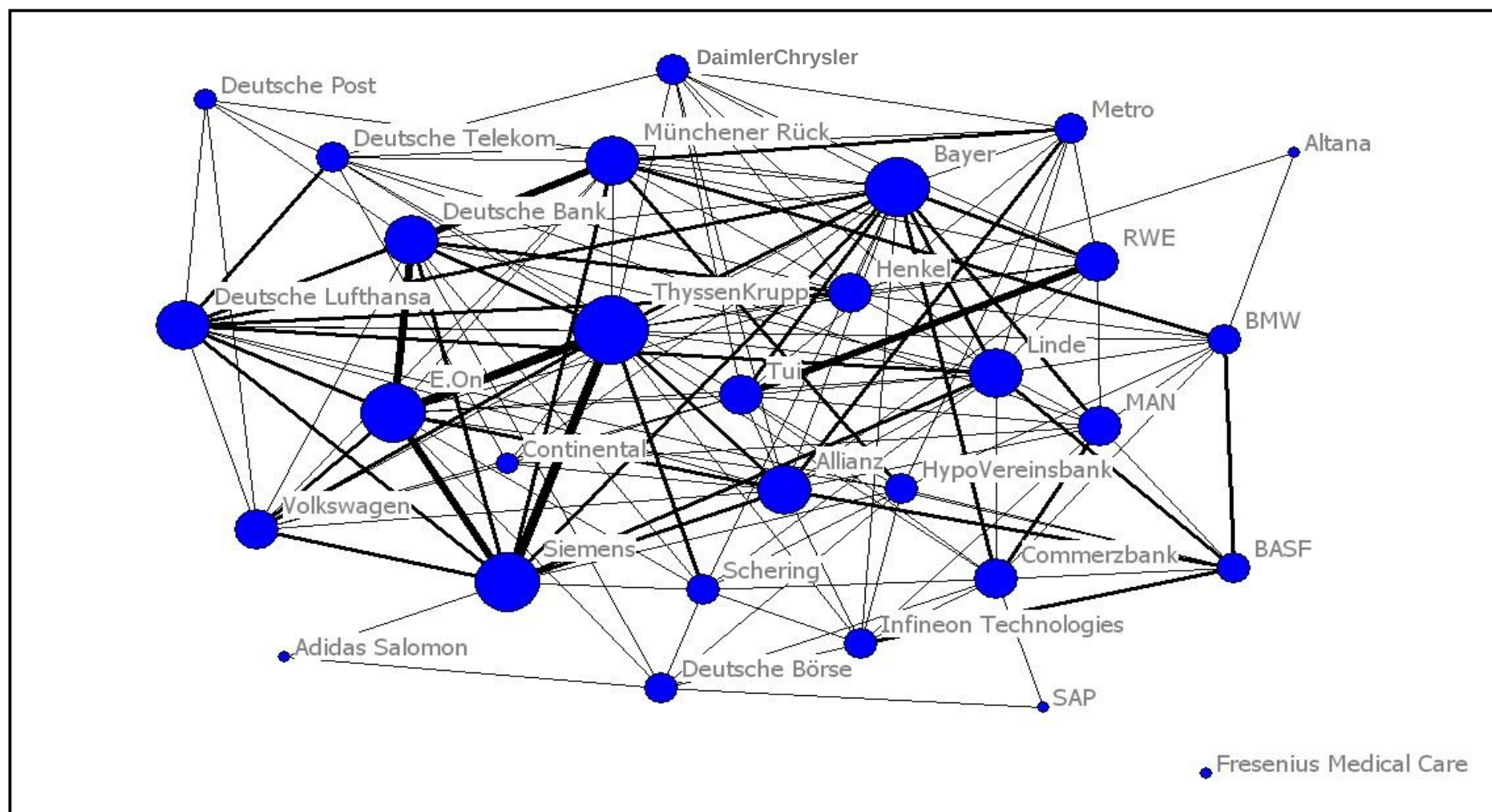
Source : nos propres recherches ; les flèches représentent la direction des liens ; l'épaisseur des graphes indique le nombre de dirigeants créant le lien interconseils respectif ; la taille des cercles reflète le nombre de dirigeants externes accueillis dans l'organe de contrôle ; logiciels sociométriques utilisés : *Ucinet 6 for Windows, Netdraw*

Figure 45 : Liens établis par des administrateurs occupant des fonctions exécutives externes : portrait du DAX 30 en 2005 sans groupes financiers



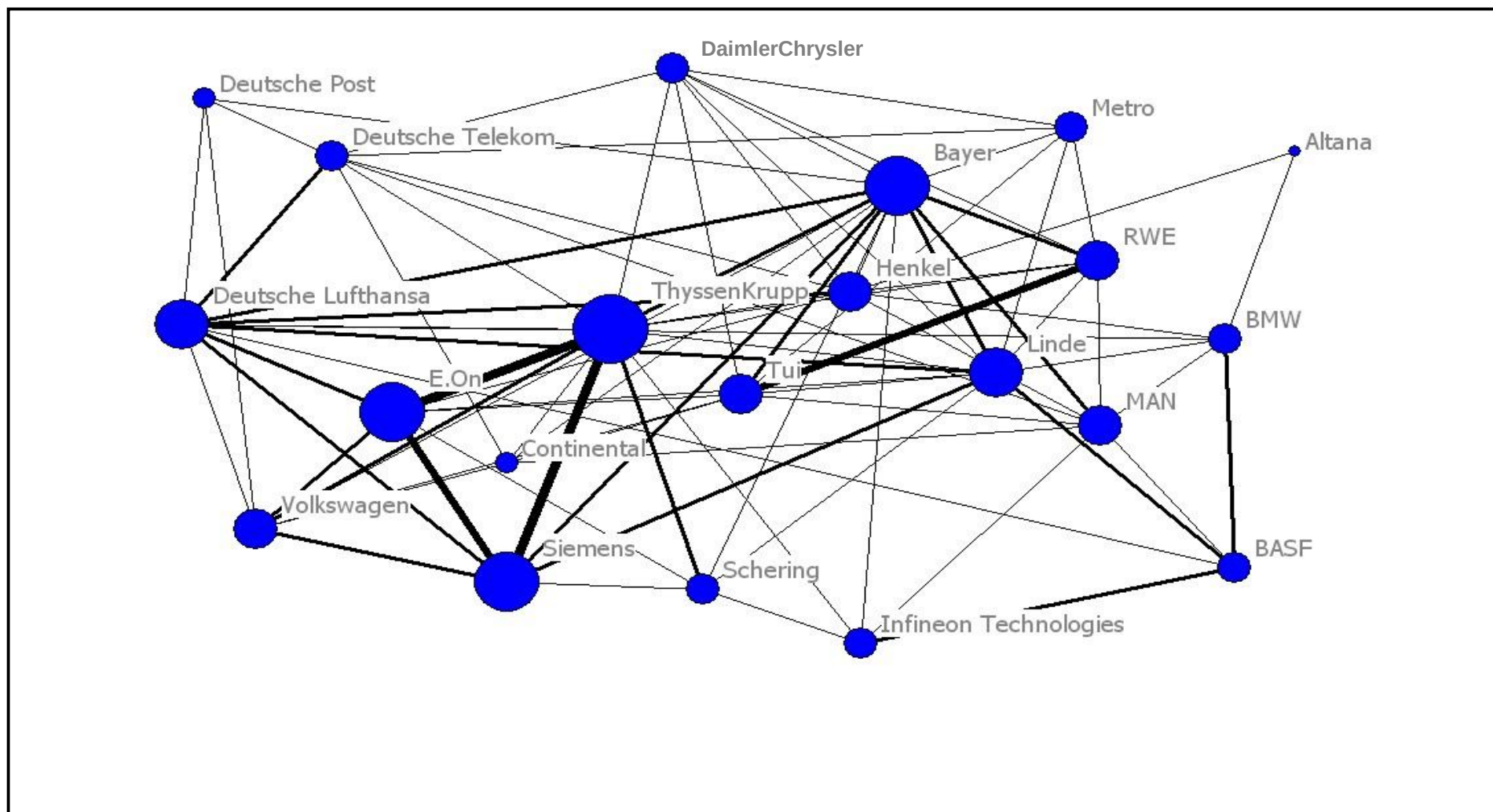
Source : nos propres recherches ; les flèches représentent la direction des liens ; l'épaisseur des graphes indique le nombre de dirigeants créant le lien interconseils respectif ; la taille des cercles reflète le nombre de dirigeants externes accueillis dans l'organe de contrôle ; l'élimination concerne les sociétés *Allianz*, *Commerzbank*, *Deutsche Bank*, *Deutsche Börse*, *HypoVereinsbank* et *Münchener Rück* ; logiciels sociométriques utilisés : *Ucinet 6 for Windows*, *Netdraw*

Figure 46 : Liens établis par l'échange d'administrateurs « ordinaires » : portrait du DAX 30 en 2005



Source : nos propres recherches ; les flèches représentent la direction des liens ; l'épaisseur des graphes indique le nombre de dirigeants créant le lien interconseils respectif ; la taille des cercles reflète le nombre de dirigeants externes accueillis dans l'organe de contrôle ; logiciels sociométriques utilisés : *Ucinet 6 for Windows, Netdraw*

Figure 47 : Liens établis par l'échange d'administrateurs « ordinaires » : portrait du DAX 30 en 2005 sans groupes financiers



Source : nos propres recherches ; les flèches représentent la direction des liens ; l'épaisseur des graphes indique le nombre de dirigeants créant le lien interconseils respectif ; la taille des cercles reflète le nombre de dirigeants externes accueillis dans l'organe de contrôle ; l'élimination concerne les sociétés *Allianz*, *Commerzbank*, *Deutsche Bank*, *Deutsche Börse*, *HypoVereinsbank* et *Münchener Rück* ; logiciels sociométriques utilisés : *Ucinet 6 for Windows*, *Netdraw*

La première des huit figures précédentes montre, pour l'année 2005, la structure du réseau des liens interconseils qui relèvent de l'envoi, parmi les grandes firmes françaises, de dirigeants dans les organes de contrôle d'autres entreprises (figure 40, tableau 77). Il en ressort que 34 des 40 sociétés du CAC 40, sont interconnectées *via* cette forme relationnelle, seules six entreprises étant considérées comme isolées. Au cœur du réseau se trouvent les groupes Accor, L'Oréal, Sanofi-Aventis et Véolia Environnement qui accueillent, chacun, au moins quatre dirigeants externes. De plus, on constate que seuls quatre groupes – Bouygues, L'Oréal, PPR et Total – envoient plusieurs de leurs *managers* dans la même société, alors que le reste des liens interfirmes est basé sur des liens directs simples. Enfin, les banques envoient davantage de dirigeants qu'elles n'en accueillent, ce qui explique qu'elles ne sont pas les premiers lieux de rencontre.

La situation est assez différente en Allemagne (figure 44, tableau 77).⁴⁴⁹ D'une part, le réseau des liens directs y est plus dense et permet d'interconnecter, en 2005, 28 des 30 sociétés du DAX 30. Aussi, un tiers environ des firmes accueillent au moins trois dirigeants externes, et même, pour deux sociétés (*Infineon Technologies* et *MAN*), cinq *managers*. D'autre part, les groupes financiers semblent jouer un rôle plus important et plus central qu'en France. Ainsi, l'assureur bavarois *Allianz* se trouve au centre du réseau des liens directs, bien qu'il y joue plutôt un rôle d'expéditeur de dirigeants plutôt que de récepteur. En ce qui concerne la nature des relations, il s'agit, comme en France – à l'exception de la liaison entre le groupe munichois *Siemens* et son ancienne filiale *Infineon Technologies* –, de liens personnels directs simples.

Tableau 77 : Classement des sociétés relatif au nombre de liens personnels établis vers des équipes dirigeantes externes

Entreprise		Nombre de liens établis vers des équipes dirigeantes externes	Entreprise		Nombre de mandats de direction externes cumulés par administrateur
France	Sanofi Synthélabo	5,33	TF1		0,38
	Véolia Environnement	4,42	Véolia Environnement		0,32
	TF1	3,75	Sanofi Synthélabo		0,31
	Saint-Gobain	3,58	Saint Gobain		0,24
	AXA	3,33	L'Oréal		0,24
Allemagne	Infineon Technologies	4,75	Infineon Technologies		0,59
	Commerzbank	4,00	Linde		0,38
	Bayer	3,33	Commerzbank		0,36
	Münchner Rück	3,08	Münchner Rück		0,31
	Deutsche Lufthansa	3,00	Bayer		0,30

Source : nos propres recherches ; calculs effectués conformément à la variable CUMUL_DIREC

⁴⁴⁹ Cf. ici, à titre comparatif, également l'étude d'ENTORF *et al.* (2009, pp. 1121-1124) qui désignent le réseau des liens personnels directs du DAX 30 en 2006.

Après avoir cartographié les liens personnels directs, nous avons éliminé, dans un second temps, pour chacun des deux échantillons, les groupes financiers (figures 41 et 45). Cela nous permet de mieux évaluer l'importance de ce secteur pour la stabilité du réseau entier. D'après la figure 41, le réseau du CAC 40 perd une vingtaine de ses liens directs. Néanmoins, la structure globale du réseau ne paraît pas beaucoup affectée par ces éliminations, 29 firmes restant interconnectées. Par conséquent, nous concluons que les groupes financiers de l'Hexagone – bien qu'ils jouent un rôle important au niveau de l'envoi des dirigeants – ne constituent pas (ou plus) les piliers majeurs du réseau. Cette fonction semble être de plus en plus assurée par les sociétés industrielles (*e. g.* Saint Gobain) et de consommation (*e. g.* L'Oréal) dont les organes de contrôle semblent servir de lieux de rencontre pour les dirigeants des « *Blue Chips* » françaises.

Pour ce qui est du réseau allemand, sa structure change radicalement après l'élimination des groupes financiers (figure 45). Ainsi, deux-tiers des relations directes disparaissent, faisant que la structure initiale du réseau n'est plus reconnaissable. De plus, la longueur des canaux de communication augmente considérablement. Pour que, par exemple, un membre du directoire du groupe *Linde* puisse entrer en contact avec un *manager* de la société *ThyssenKrupp*, il faut désormais passer par quatre conseils externes, comparé à un seul (*Commerzbank*) auparavant. Le réseau perd alors ses raccourcis *via* les banques et les assurances. Bien que les liens personnels entre les groupes financiers eux-mêmes ne soient pas très nombreux, leur position centrale leur accorde donc une place fédératrice dans le réseau. En effet, ces groupes semblent jouer un rôle d'organisateur de l'échange puisqu'ils envoient leurs dirigeants dans les organes de contrôle d'entreprises industrielles et commerciales de taille internationale.

Nos résultats vont de pair avec ceux d'une étude antérieure menée par HEINZE (2002). Alors que cet auteur observe, pour la période 1989-2001, une diminution du nombre des liens personnels directs qui sont établis entre les 69 plus grandes sociétés cotées allemandes, il constate parallèlement que ce processus ne conduit pourtant pas à une érosion irréversible du réseau. Cela serait essentiellement dû aux sociétés du secteur financier qui, malgré la réduction du nombre de dirigeants envoyés dans d'autres entreprises, continueraient à occuper une position centrale dans le réseau interfirmes. L'apparent dénouement quantitatif du réseau personnel allemand ne serait donc pas accompagné par une dissolution qualitative, ce qui témoignerait de la robustesse de sa structure macro. Par conséquent, l'auteur conclut que le modèle allemand d'une « gouvernance de réseau » (*Ibid.*, p. 405) ne serait pas – contrairement à ce qu'admettent certains auteurs comme BEYER (2003) ou HÖPNER (2003a) – devenu obsolète. Nous partageons cet avis et concluons que le réseau des liens personnels directs paraît, notamment grâce à la présence des grandes banques et compagnies d'assurance, toujours être en bonne santé.

Outre les relations directes, nous avons cartographié, pour nos deux échantillons nationaux, les liens interconseils qui relèvent de l'échange d'administrateurs n'occupant pas de fonction exécutive dans les firmes mandatantes (figures 42 et 46). Dans le cas de l'échantillon français, nous pouvons observer un réseau dense qui lie toutes les sociétés du CAC 40 (figure 42 et tableau 78). Le réseau repose sur deux piliers – BNP Paribas et AXA – dont les administrateurs exercent le plus de mandats de contrôle externes. Ces sociétés sont entourées par d'autres poids lourds du monde des affaires français tels que les groupes Accor, Saint Gobain, Schneider Electric, Suez, Total et Véolia Environnement. Ajoutons qu'un nombre non négligeable des liens interconseils repose, de surcroît, sur l'échange parallèle de plusieurs mandataires.

Tableau 78 : Classement des sociétés relatif au nombre de liens personnels établis vers des organes de contrôle de sociétés du même indice boursier

Entreprise		Liens établis vers des organes de contrôle externes	Entreprise	Mandats de contrôle cumulés par administrateur
France	BNP Paribas	22,75	BNP Paribas	1,74
	Total	16,75	AXA	1,34
	AXA	16,25	Total	1,07
	Véolia Environnement	14,25	Véolia Environnement	1,02
	Suez	13,33	Air Liquide	0,93
Allemagne	Bayer	21,67	Linde	2,07
	Deutsche Lufthansa	21,00	Allianz	2,03
	Allianz	20,25	Bayer	1,97
	E.On	20,25	Deutsche Lufthansa	1,91
	Münchener Rück	17,58	E.On	1,84

Source : nos propres recherches ; calculs effectués conformément à la variable CUMUL_CONTR

L'analyse de l'échantillon allemand fait également ressortir un réseau d'administrateurs très dense et concentré (figure 46 et tableau 78). D'abord, on observe que les groupes industriels *ThyssenKrupp*, *Bayer*, *E.On* et *Siemens* constituent les principaux piliers du réseau. Le second constat n'est pas d'une moindre importance : les poids lourds connus de la « *Deutschland AG* », à savoir *Allianz*, *Deutsche Bank* et *Münchener Rückversicherung*, jouent aussi – et visiblement toujours – un rôle très important dans le réseau des liens indirects. N'accueillant pas de « cumuls » dans son conseil de surveillance, seul le groupe *Fresenius Medical Care* se retrouve sans contact avec les autres sociétés du DAX 30. En revanche, les acteurs « jeunes », telles que *SAP* ou *Altana* où, encore, les anciennes sociétés étatiques monopolistes *Deutsche Post* et *Deutsche Telekom*, semblent être bien intégrés et se situent à la périphérie du réseau.

Comme pour les liens personnels directs, nous avons éliminé, dans une seconde étape, les groupes financiers, l'objectif étant d'évaluer leur importance au sein des réseaux qui reposent sur le partage d'administrateurs « ordinaires », à savoir n'occupant pas de fonction *managériale* dans les sociétés qui les ont mandatés (figures 43 et 47). À la différence de la première forme relationnelle, nous ne pouvons pas observer de différences majeures concernant la configuration des réseaux situés de part et d'autre du Rhin. Pour ce qui est du réseau français, l'élimination des banques et compagnies d'assurance conduit à la disparition de 19 % environ des connexions interfirmes. Bien que cela constitue une partie importante du réseau relationnel, sa structure reste encore reconnaissable et ne semble pas devoir faire face à des ruptures radicales susceptibles de provoquer sa disparition définitive. En effet, grâce à la position importante des groupes industriels et commerciaux (Accor, L'Oréal, Saint Gobain, Schneider Electric, Suez...), qui continuent à jouer un rôle central, une grande partie des nombreuses structures interfirmes peut être maintenue et, *in fine*, la cohésion du réseau entier être garantie.

En Allemagne, l'élimination des groupes financiers conduit à la disparition de presque un quart des liens indirects (-23,6 %). Si certaines parties du réseau deviennent « très trouées », les grands groupes industriels continuent pourtant d'être interconnectés, dont les plus importants toujours par des liens pluraux. Autre aspect renforçant ce constat : malgré l'élimination des banques et des compagnies d'assurance, seules deux firmes de l'ancienne périphérie (*Adidas Salomon* et *SAP*) perdent leur contact avec le réseau. Aussi, nous constatons que le cœur du réseau se déplace légèrement vers les sociétés *E.On*, *Siemens* et *ThyssenKrupp*. À l'opposé du réseau des liens personnels directs, le secteur financier ne semble donc pas occuper une position vitale dans le réseau des relations indirectes, faisant que ce dernier peut *a priori* perdurer sans devoir faire appel aux anciens poids lourds financiers de la « *Deutschland AG* »

Outre l'analyse directe des relations interfirmes établies, nous nous sommes intéressé au nombre de firmes auxquelles les sociétés respectivement liées ont potentiellement accès (tableau 79). Cela permet d'appréhender le sujet des liens personnels à partir de la perspective des firmes mandatantes et non des mandatés. Selon le tableau suivant, les sociétés allemandes ont, en moyenne, accès à un nombre plus important d'entreprises que les sociétés du CAC 40 (10,6 *versus* 9,0 firmes en 2005). On parvient à la même conclusion quand on corrige les chiffres précités par la taille des conseils de surveillance ; autrement dit, quand on les rapporte au nombre d'administrateurs représentant les actionnaires. Dans ce cas, la différence entre le nombre moyen d'entreprises accessibles dans le CAC 40 (0,66) et celui des sociétés potentiellement joignables dans le DAX 30 (0,96) est significative au seuil de 5 % pour l'ensemble des années étudiées.

Malgré la légère diminution des deux formes relationnelles étudiées, le nombre moyen de firmes du CAC 40 qui sont accessibles par une société cotée dans ledit indice, reste assez stable et varie autour de neuf. Pourtant, certains poids lourds comme BNP Paribas (18), AXA (16) ou Schneider Electric (16) ont la possibilité d'accéder à un nombre important de groupes. Parallèlement, nous observons que le nombre maximum de sociétés joignables diminue, tandis que le minimum augmente, ce qui témoigne, à notre avis, d'une amélioration de l'intégration des sociétés dans le réseau d'administrateurs du CAC 40 durant la période analysée.

Tableau 79 : Évolution du nombre de firmes accessibles grâce aux liens interconseils

			2001	2002	2003	2004	2005
France	au niveau de l'entreprise	Moyenne	9,05	9,85	9,25	8,88	9,00
		Médiane	9,00	9,00	9,00	9,00	8,00
		Minimum	0	0	0	2	2
		Maximum	22	20	21	18	18
	au niveau de l'administrateur*	Moyenne	0,66	0,73	0,71	0,67	0,67
		Médiane	0,63	0,79	0,70	0,71	0,68
		Minimum	0,00	0,00	0,00	0,14	0,20
		Maximum	1,38	1,67	1,34	1,31	1,38
Allemagne	au niveau de l'entreprise	Moyenne	9,73	10,60	10,80	10,03	10,57
		Médiane	10,50	11,00	12,00	10,00	11,00
		Minimum	0	0	0	0	0
		Maximum	18	21	19	19	19
	au niveau de l'administrateur*	Moyenne	0,96	1,05	1,06	1,00	1,05
		Médiane	1,00	1,07	1,16	1,05	1,10
		Minimum	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		Maximum	1,88	2,00	2,00	1,88	1,88

Source : nos propres recherches et calculs ; * représentants des actionnaires

Pour ce qui est de l'échantillon allemand, le nombre de sociétés potentiellement accessibles par firme augmente d'une moyenne de 9,7 en 2001 à 10,6 en 2005. La médiane est d'un niveau de 11 en 2005, ce qui confirme l'image d'une forte interconnexion des plus grandes entreprises. Au niveau des administrateurs, la moyenne croît également légèrement, passant d'un niveau de 0,96 société théoriquement joignables par administrateur en 2001 à 1,05 firme cinq ans plus tard. Les sociétés *Bayer* (19), *Thyssen Krupp* (17) et *Allianz* (16) disposent des plus nombreux contacts avec d'autres groupes du DAX 30, le premier groupe couvrant même, grâce à ses administrateurs multimandats, les deux-tiers des sociétés du premier indice allemand.

Compte tenu des nombreux résultats présentés ci-dessus, l'évolution des liens interconseils dans nos deux échantillons nationaux peut être résumée comme suit. Au niveau du CAC 40, nous observons, au cours de la période 2001-2005, une légère diminution tant des liens personnels directs qu'indirects de l'ordre de 15 % environ. Dans le réseau des relations directes, c'est le secteur financier qui semble toujours jouer un rôle important puisqu'il envoie ses dirigeants dans de nombreux groupes industriels. En revanche, l'échange d'administrateurs n'occupant pas de fonctions exécutives dans les sociétés concernées par le partage semble, pour une grande partie, reposer sur les groupes industriels et commerciaux. Bien que les compagnies d'assurance et les banques continuent d'occuper une position non négligeable dans ce type de réseau, force est de constater qu'elles n'y semblent plus jouer un rôle indispensable.

Contrairement aux tendances à la dissolution du réseau des participations financières, décrites notamment par des auteurs tels que BAUDRU / KECHIDI (1998), LOULMET / MORIN (1999) et MORIN / RIGAMONTI (2002), les réseaux d'administrateurs français ne semblent donc, encore au milieu de la première décennie du nouveau millénaire, pas montrer de ruptures importantes ou de signes indiquant leur disparition probable dans le futur. En raison de l'absence d'études empiriques ayant analysé l'évolution des liens français au cours du temps, nous ne pouvons, cependant, pas comparer nos résultats avec ceux d'autres travaux.⁴⁵⁰

Pour ce qui est du réseau du DAX 30, la diminution des relations directes est compensée par une augmentation des liens indirects, faisant que le nombre total des liens interconseils ne recule que légèrement au cours de notre période d'observation. Au niveau de l'échange de mandataires à fonctions exécutives externes, on constate que c'est le secteur financier qui réduit le plus ces formes relationnelles. En revanche, les liens indirects ne connaissent pas de restructurations majeures entre 2001 et 2005. Ils reposent essentiellement sur les grands groupes industriels qui, en tant que piliers centraux du réseau, constituent les lieux de rencontre pour les multimandataires, les banques et les compagnies d'assurance y occupant tout de même toujours une position importante. Dès lors, nous concluons, comme l'a fait HEINZE (2002) pour l'évolution des liens interconseils outre-Rhin entre 1989 et 2001, que la baisse constatée des liens personnels s'explique par une réduction des relations directes, entraînée notamment par un désengagement des groupes financiers dans ce réseau, mais que cette évolution ne paraît pas conduire à une dissolution définitive du réseau, indiquant que les structures macro des relations interfirmes continuent à fonctionner. Autrement dit, le réseau d'administrateurs de la « *Deutschland AG* », pour qui le glas a déjà maintes fois sonné, semble toujours être en bonne santé.

⁴⁵⁰ Notons que la seule étude récente qui aborde l'évolution des liens personnels entre les entreprises françaises est celle d'AGARDI / ALCOUFFE (2007). Toutefois, ces auteurs limitent leur analyse à une comparaison des 15 sociétés les plus centrales dans les années 1998 et 2006. Toutefois, la composition de ce groupe de firmes pour lequel ils observent une baisse de la densité des liens, n'est pas identique pour les deux années analysées.

2.3 Comparaison des profils des administrateurs

Comme nous l'avons déjà fait lors de l'analyse de l'échantillon global, nous exposerons ci-après, pour les deux réseaux nationaux, les principales caractéristiques des administrateurs. À ce titre, nous nous interrogerons surtout sur les différences majeures, tant entre les mandataires « cumulards » et « monomandats » qu'entre les administrateurs des deux pays.

2.3.1 Le rôle des administrateurs multimandats

Lorsque nous regardons de plus près les caractéristiques des mandataires constituant nos deux échantillons nationaux, nous pouvons globalement confirmer les résultats, déjà obtenus lors de l'analyse de l'échantillon global, d'une position centrale des administrateurs multimandats dans les grandes sociétés de part et d'autre du Rhin (tableau 80).

Tableau 80 : Évolution de la quote-part des « cumulards » et répartition selon le sexe

			2001	2002	2003	2004	2005
France	Tous les administrateurs	Total	416	434	428	425	444
		Femmes	23 5,5 %	22 5,1 %	23 5,4 %	23 5,4 %	29 6,5 %
		Hommes	393 94,5%	412 94,9%	405 94,6%	402 94,6%	415 93,5%
	Administrateurs multimandats	Total	101 24,3 %	109 25,1 %	113 26,4 %	113 26,6 %	115 25,9 %
		Femmes	4 4,0 %	6 5,5 %	6 5,3 %	5 4,4 %	7 6,1 %
		Hommes	97 96,0%	103 94,5%	107 94,7%	108 95,6%	108 93,9%
Allemagne	Tous les administrateurs	Total	225	231	243	224	233
		Femmes	7 3,1 %	7 3,0 %	7 2,9 %	6 2,7 %	8 3,4 %
		Hommes	218 96,9%	224 97,0%	236 97,1%	218 97,3%	225 96,6%
	Administrateurs multimandats	Total	74 32,9 %	80 34,6 %	81 33,3 %	74 33,0 %	76 32,6 %
		Femmes	1 1,4 %	1 1,3 %	2 2,5 %	2 2,7 %	2 2,6 %
		Hommes	73 98,6%	79 98,8%	79 97,5%	72 97,3%	74 97,4%

Source : nos propres données et calculs ; chiffres relatifs à l'ensemble des représentants des actionnaires siégeant dans les organes de contrôle au cours des années considérées

Au niveau du CAC 40, un quart environ des administrateurs exerce, durant la période étudiée, au moins un autre mandat de direction ou de contrôle dans une société de l'échantillon. Ne variant qu'entre 24,3 % en 2001 et 26,6 % en 2004, la quote-part des « cumulards » reste, d'ailleurs, relativement stable au cours du temps. La position des multimandataires est plus importante encore en Allemagne où un représentant des actionnaires sur trois environ du DAX 30 occupe, outre son poste d'administrateur, une fonction *managériale* ou de contrôle dans une autre firme du même indice. Tout comme en France, le pourcentage des administrateurs multi-mandats reste stable durant la période 2001-2005. Après neutralisation pour la taille des organes de contrôle, les sociétés du CAC 40 accueillent en 2005, en moyenne, 0,46 « cumulard » par poste d'administrateur, comparé à un niveau de 0,55 pour les « *Blue Chips* » allemandes. Toutefois, la différence n'est pas statistiquement significative, l'hypothèse nulle relative à l'égalité des moyennes de groupe n'ayant pu être rejetée pour une probabilité d'erreur de 5 %.

Ajoutons, à titre comparatif, que nos chiffres trouvés pour la France dépassent ceux d'AGARDI / ALCOUFFE (2007) qui n'observent, lors de l'analyse des liens interconseils des groupes du CAC 40 pour la période 1998-2006, qu'une variation de la quote-part annuelle des « cumulards » entre 14 % et 21 %. Cet écart s'explique, à notre avis, par le fait que nous avons exclu, dans notre étude, les administrateurs représentant le personnel, ce qui conduit à une augmentation de la part relative des multimandataires.

La position des administrateurs féminins dans les deux échantillons nationaux correspond à celle déjà constatée lors de notre analyse de l'échantillon global : le poids des femmes parmi les administrateurs est très faible, voire minime. Pendant notre période d'observation, seuls 5 % environ des représentants des actionnaires des sociétés du CAC 40 sont des femmes, ce pourcentage s'approchant, fin 2005, d'un niveau de 7 % environ. Sur les 444 mandataires identifiés en 2005, nous ne comptons au total que 29 femmes. Parmi les multimandataires, la position des femmes est encore plus faible. En 2005, nous avons ainsi identifié sept « cumulards » uniquement, soit 6 % de tous les administrateurs multimandats.⁴⁵¹

En ce qui concerne la quote-part de ses administrateurs féminins, l'Allemagne paraît encore plus conservatrice que la France, le pourcentage des femmes ne variant qu'autour de 3 % lors de la période observée. Quant aux « cumulards », le taux est plus faible encore et dépasse à peine le seuil de 2 %. Dans l'année 2005, nous comptons ainsi uniquement deux femmes : M^{me} Susanne KLATTEN qui est vice-présidente du conseil de surveillance d'*Altana* et – en tant que membre de la famille industrielle *Quandt* – administrateur de *BMW*, ainsi que M^{me} Renate KÖCHER qui, outre ses mandats de contrôle dans les conseils de surveillance de *Allianz*, *BASF*, *Infineon Technologies* et *MAN*, est co-gérante de l'Institut de Démoscopie d'*Allensbach*.

⁴⁵¹ Il s'agit, ici, des personnalités déjà présentées dans le tableau 60.

2.3.2 L'âge des administrateurs

La comparaison des sociétés du CAC 40 et du DAX 30 par rapport à la moyenne d'âge de leurs administrateurs ne fait pas apparaître de différences significatives (tableau 81). Tant les moyennes que les médianes des deux indices sont proches. Fin 2005, l'âge moyen s'élève à 61,9 ans pour l'échantillon français et 61,1 ans dans le cas des premières entreprises allemandes.

Tableau 81 : Évolution de l'âge moyen des administrateurs

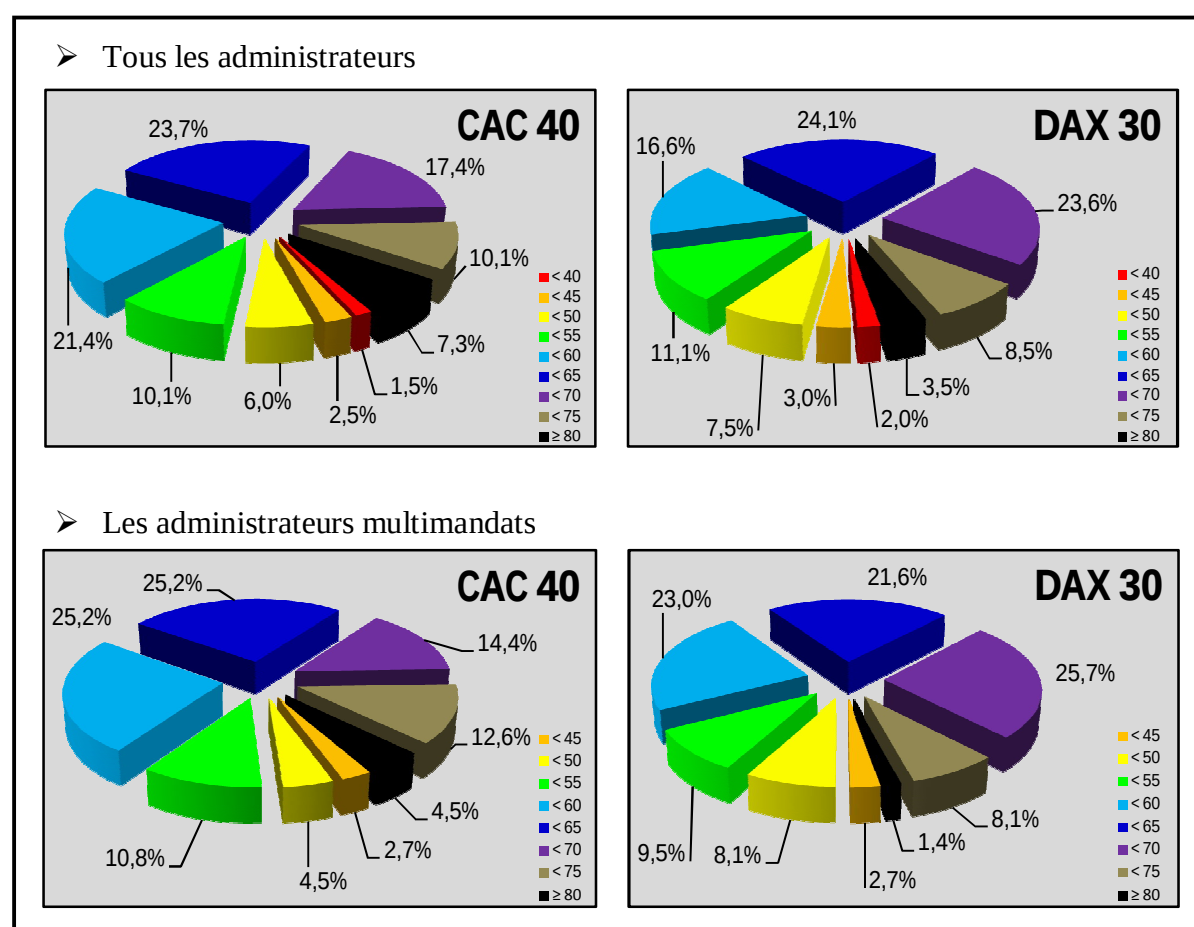
			2001	2002	2003	2004	2005
France	Tous les administrateurs	Mandataires*	388	395	389	392	402
		Moyenne	60,5	60,7	61,1	61,9	61,9
		Médiane	60,4	60,6	61,1	61,7	62,1
		Minimum	33,5	34,5	28,8	29,8	30,8
		Maximum	96,6	97,6	98,6	99,6	100,6
	Administrateurs multimandats	Mandataires*	97	105	106	110	111
		Moyenne	59,8	60,6	60,6	61,5	61,7
		Médiane	59,6	60,2	60,6	61,4	61,9
		Minimum	39,6	40,6	41,6	42,6	43,6
		Maximum	77,4	77,0	78,0	79,0	80,0
Allemagne	Tous les administrateurs	Mandataires*	209	207	208	201	210
		Moyenne	61,5	61,4	61,5	61,3	61,1
		Médiane	61,8	62,3	62,5	62,7	62,8
		Minimum	32,5	33,5	34,5	35,5	34,5
		Maximum	92,0	89,3	90,3	91,3	92,3
	Administrateurs multimandats	Mandataires*	74	74	76	71	74
		Moyenne	61,5	61,7	61,3	60,8	61,3
		Médiane	62,4	62,9	62,0	62,4	62,8
		Minimum	39,0	40,0	41,7	42,0	43,0
		Maximum	82,0	83,0	84,0	85,0	86,0

Source : nos propres calculs ; * siégeant dans l'organe de contrôle le 31.12. de l'année en question

Pour ce qui est des administrateurs multimandats, leur moyenne d'âge est également très proche dans les deux pays comparés. En 2005, un « cumulard » d'une société du CAC 40 a ainsi, en moyenne, 61,7 ans, alors que son homologue allemand est, en moyenne, cinq mois plus jeune. Compte tenu de la proximité des moyennes d'âge, nous n'avons pu trouver, pour aucune des cinq années étudiées, de différences significatives dans les « *Blue Chips* » de part et d'autre du Rhin, ni pour les administrateurs, ni les multimandataires. L'hypothèse nulle ne pouvant être rejetée, nous concluons donc que les différences constatées sont de nature aléatoire.

Quand on regarde la répartition des administrateurs selon des tranches d'âge quinquennales, on parvient de même à la conclusion d'une grande similitude des administrateurs des indices CAC 40 et DAX 30 concernant ce critère (figure 48). À la fin de l'année 2005, 9 % des administrateurs français et 8,5 % des mandataires allemands ont moins de 50 ans. Dans le même temps, 34,8 % des mandataires français et 35,6 % de leurs homologues allemands ont plus de 65 ans. Dans les deux pays, le groupe des administrateurs ayant entre 60 et 64,9 ans est le plus grand groupe, avec des niveaux de 23,7 % et 24,1 % respectivement. Enfin, la part des administrateurs ayant au moins 80 ans est de 7,3 % en France et de 3,5 % outre-Rhin.

Figure 48 : Répartition des administrateurs en 2005 selon leur âge



Source : notre propre figure ; mandataires siégeant dans les organes de contrôle au 31.12.2005

Au niveau des administrateurs multimandats, la situation n'est pas très différente. Ainsi, 7,2 % des « cumulards » français ont moins de 50 ans, comparés à 10,8 % outre-Rhin. Les groupes de « cumulards » ayant entre 50 et 54,9 ans et entre 55 et 59,9 ans représentent, chacun, un quart environ (un peu moins en Allemagne) des multimandataires. 31,5 % des « cumulards » du CAC 40 et 35,2 % du DAX 30 ont atteint, fin 2005, les 65 ans. Autre constat intéressant : aucun « cumulard » des grandes sociétés de part et d'autre du Rhin n'a moins de 40 ans.

Une analyse plus intensive révèle, toutefois, deux différences majeures entre les deux pays. D'une part, les disparités au niveau de l'âge des mandataires paraissent plus importantes en France qu'en Allemagne. En 2005, l'écart entre l'administrateur du CAC 40 le plus jeune et l'administrateur le plus âgé est de presque 70 ans, à comparer à 58 ans pour les sociétés cotées dans le DAX 30. Le tableau subséquent synthétise les « cas extrêmes » concernant l'âge des administrateurs dans les deux pays de notre étude (tableau 82).

Tableau 82 : Les administrateurs les plus jeunes et les plus âgés en 2005

		Âge*	Nom	Âge*	Nom
France	Tous les administrateurs	100,6	Daniel CARASSO	30,8	Delphine ARNAULT
		98,9	Kilian HENNESSY	37,4	Jean-Louis GIRODOLLE
		86,2	Jean ARNAULT	37,5	Simon BADINTER
		85,1	Guy DEJOUANY	39,5	Matteo DEL FANTE
		83,3	Liliane BETTENCOURT	39,7	Elisabeth LULIN
	Administrateurs multimandats	80,0	Baron Albert FRÈRE	43,6	François-Henri PINAULT
		79,1	Serge MICHEL	44,4	Stéphane RICHARD
		78,0	Henri MARTRE	44,8	Arnaud LAGARDÈRE
		77,6	Felix G. ROHATYN	45,5	Christian MULLIEZ
		77,2	Marc VIÉNOT	46,4	Anne LAUVERGEON
Allemagne	Tous les administrateurs	92,3	Berthold BEITZ	34,5	Friderike BAGEL
		86,0	Günter VOGELSANG	36,5	Simone BAGEL-TRAH
		80,1	Walter SEIPP	39,5	Konstantin von UNGER
		79,1	Otto Graf LAMBSDORFF	39,7	Stefan QUANDT
		77,3	Hermann Josef STRENGER	41,1	Roberto NICASTRO
	Administrateurs multimandats	86,0	Günter VOGELSANG	43,0	Matthias DÖPFNER
		74,8	Klaus LIESEN	43,7	Susanne KLATTEN
		70,6	Hermann SCHOLL	45,1	Stefan JENTZSCH
		70,5	Karl-Hermann BAUMANN	48,2	Klaus KLEINFELD
		70,2	Albrecht WOESTE	48,9	Alessandro PROFUMO

Source : nos propres recherches ; * à la fin de l'année 2005

Par ailleurs, nous constatons, durant la période étudiée, une augmentation moins importante de l'âge moyen des administrateurs en Allemagne qu'en France, indiquant un rajeunissement moyen plus fort des organes de contrôle outre-Rhin. Ainsi, l'âge moyen des administrateurs allemands passe de 61,8 ans en 2001 à 61,3 ans en 2005 ; celui des « cumulards » de 61,8 ans en 2001 à 62,8 ans en 2005. Quant aux chiffres pour le CAC 40, ils sont de 61,9 ans en 2005 pour tous les administrateurs, contre 60,5 ans cinq ans plus tôt et de 61,7 ans pour les multimandataires, comparés à 59,8 ans en 2001. Notons qu'il ne nous est pas possible de comparer nos chiffres avec ceux d'autres études puisqu'il n'existe, à notre connaissance, ni en France, ni en Allemagne, de travaux récents ayant analysé l'âge des administrateurs.

2.3.3 L'origine des administrateurs

Nos échantillons étant constitués de sociétés d'importance internationale, il nous semblait intéressant de nous interroger sur la présence d'administrateurs de nationalité étrangère. À ce sujet, les firmes du CAC 40 semblent avoir une longueur d'avance par rapport aux entreprises cotées dans le DAX 30 (tableau 83). De fait, le pourcentage des mandataires étrangers s'y élève, fin 2005, à 31,6 %, comparé à 25,7 % pour l'indice allemand. Entre 2001 et 2005, ces chiffres connaissent une hausse, la quote-part des étrangers progressant de 4,5 % en France et de 6,6 % en Allemagne. Toutefois, les mandataires nationaux dominent largement.

Tableau 83 : Évolution de la quote-part des administrateurs étrangers

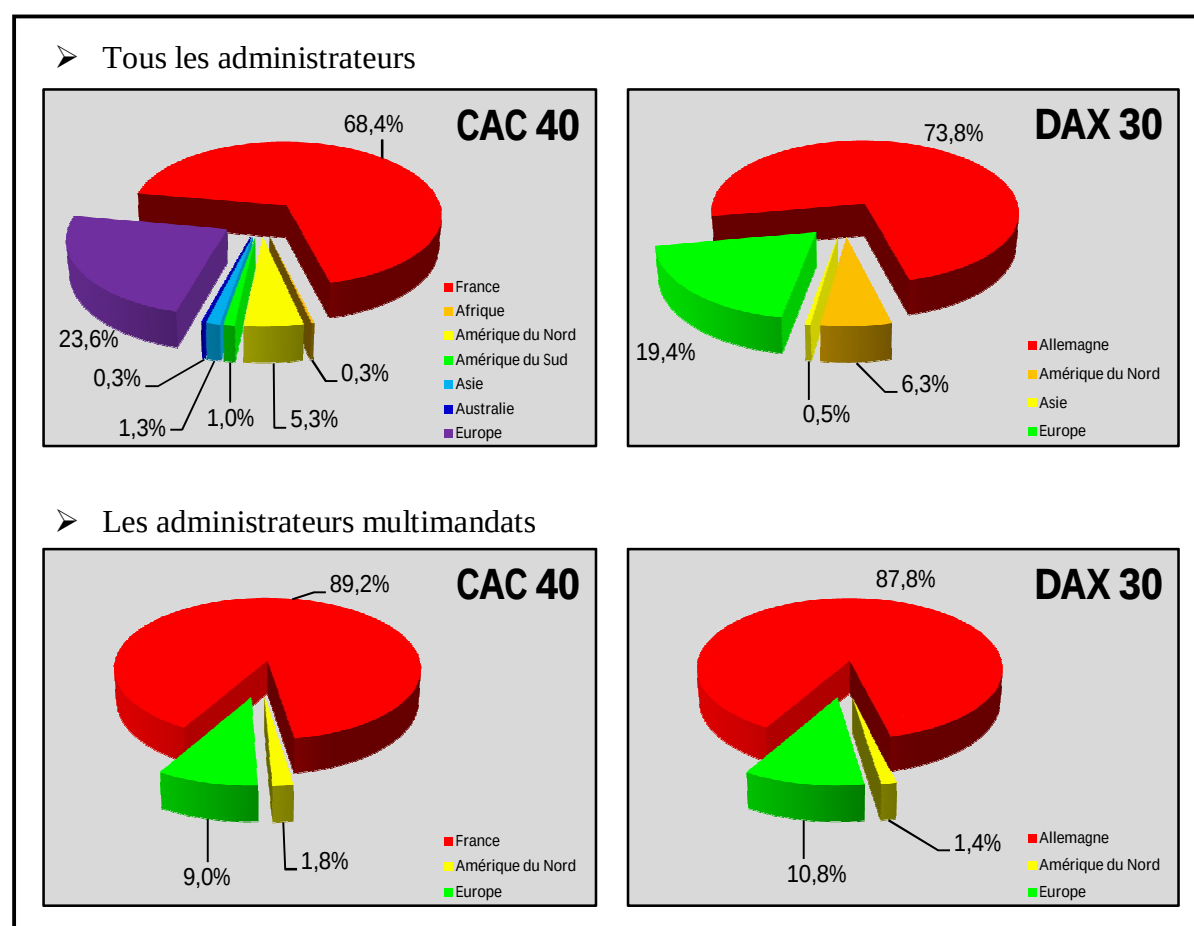
			2001	2002	2003	2004	2005
France	Tous les administrateurs	Mandataires*	388	395	389	392	402
		française	276 71,1 %	277 70,1 %	269 69,2 %	265 67,6 %	273 67,9 %
		autres	105 27,1 %	115 29,1 %	118 30,3 %	125 31,9 %	127 31,6 %
		non renseignée	7 1,8 %	3 0,8 %	2 0,5 %	2 0,5 %	2 0,5 %
	Administrateurs multimandats	Mandataires*	97	105	106	110	111
		française	92 94,8 %	95 90,5 %	95 89,6 %	99 90,0 %	99 89,2 %
		autres	5 5,2 %	10 9,5 %	11 10,4 %	11 10,0 %	12 10,8 %
	Allemagne	Tous les administrateurs	Mandataires*	209	207	208	201
allemande			165 78,9 %	162 78,3 %	163 78,4 %	154 76,6 %	152 72,4 %
autres			40 19,1 %	41 19,8 %	41 19,7 %	43 21,4 %	54 25,7 %
non renseignée			4 1,9 %	4 1,9 %	4 1,9 %	4 2,0 %	4 1,9 %
Administrateurs multimandats		Mandataires*	74	74	76	71	74
		allemande	65 87,8 %	65 87,8 %	69 90,8 %	63 88,7 %	73 98,6 %
		autres	9 12,2 %	9 12,2 %	7 9,2 %	8 11,3 %	1 1,4 %

Source : nos propres recherches; * siégeant dans les organes de contrôle le 31.12. de l'année en question

Au regard de la quote-part importante des administrateurs étrangers, nous nous sommes, à l'exemple de l'année 2005, interrogé sur leur origine individuelle (figure 49). Premier constat peu surprenant : au niveau du CAC 40, la plupart des mandataires étrangers (94 personnes) possède la nationalité d'un autre pays européen. Les administrateurs originaires de l'Amérique du

Nord prennent la seconde place (21). En revanche, d'autres nationalités sont très rares. Ainsi, seul un administrateur est de nationalité égyptienne, un autre d'origine australienne. Trois mandataires viennent du Japon, un autre de la Corée du Sud. Enfin, quatre administrateurs ont la nationalité d'un État de l'Amérique du Sud, dont trois du Brésil. Pour ce qui est de l'indice DAX 30, sa composition personnelle est moins hétérogène que celle du CAC 40. Ainsi, les trois-quarts environ des administrateurs sont d'origine allemande, suivis par 40 mandataires ayant la nationalité d'un autre pays européen. De plus, 13 mandataires sont originaires des États-Unis. Enfin, un seul mandataire vient de l'Asie, plus précisément de la Chine.

Figure 49 : Répartition des administrateurs en 2005 selon leur nationalité



Source : notre propre figure ; mandataires siégeant dans les organes de contrôle le 31.12.2005

Au niveau des administrateurs multimandats, la situation ne diffère pas beaucoup entre la France et l'Allemagne. Ainsi, presque neuf « cumulards » sur dix sont de nationalité française ou allemande. Un dixième des multimandataires réside dans d'autres pays européens. Seuls deux « cumulards » français sont de nationalité non européenne (M. Felix ROHATYN des États-Unis et M. Paul DESMARAIS Jr. du Canada). Enfin, dans le DAX 30, M. Arthur L. KELLY, citoyen des États-Unis et mandataire chez *BASF* et *BMW*, est le seul « cumulard transatlantique ».

2.3.4 La formation des administrateurs multimandats

Compte tenu de la non-disponibilité d'informations détaillées sur le niveau de formation de plus d'un tiers des administrateurs, nous ne pouvons examiner cet aspect pour l'ensemble des mandataires. Par ailleurs, une analyse partielle des administrateurs pour lesquels nous disposons d'informations ne nous paraît pas non plus très pertinente. En effet, n'étant pas sûr, en cas de données manquantes, s'il s'agit d'éléments non renseignés ou d'une absence réelle de ce critère, nous préférons ne pas conduire des tests dont les résultats pourraient être sensiblement biaisés. Par conséquent, nous nous limiterons à une présentation de l'évolution, pendant notre période d'observation, du niveau de formation des multimandataires (tableau 84).

Tableau 84 : Évolution du niveau de formation des administrateurs multimandats

			2001	2002	2003	2004	2005
France	Formation	Cumulards*	101	109	113	113	115
		Études universitaires	10 9,9 %	13 11,9 %	16 14,2 %	17 15,0 %	18 15,7 %
		Grande École	76 75,2 %	78 71,6 %	79 69,9 %	77 68,1 %	78 67,8 %
		Doctorat	9 8,9 %	9 8,3 %	8 7,1 %	10 8,8 %	10 8,7 %
		Professorat universitaire	2 2,0 %	3 2,8 %	3 2,7 %	3 2,7 %	2 1,7 %
		sans diplôme / non renseignée	4 4,0 %	6 5,5 %	7 6,2 %	6 5,3 %	7 6,1 %
Allemagne	Formation	Cumulards*	74	80	81	74	76
		Études universitaires	19 25,7 %	21 26,3 %	21 25,9 %	19 25,7 %	19 25,0 %
		Grande École	0 0,0 %	0 0,0 %	0 0,0 %	0 0,0 %	2 2,6 %
		Doctorat	47 63,5 %	50 62,5 %	50 61,7 %	47 63,5 %	48 63,2 %
		Professorat universitaire	2 2,7 %	3 3,8 %	3 3,7 %	3 4,1 %	3 3,9 %
		sans diplôme / non renseignée	6 5,9 %	6 5,5 %	7 6,2 %	5 4,4 %	4 3,5 %

Source : nos propres recherches ; * mandataires siégeant dans les organes de contrôle au cours de l'année considérée ; il s'agit du diplôme obtenu le plus élevé

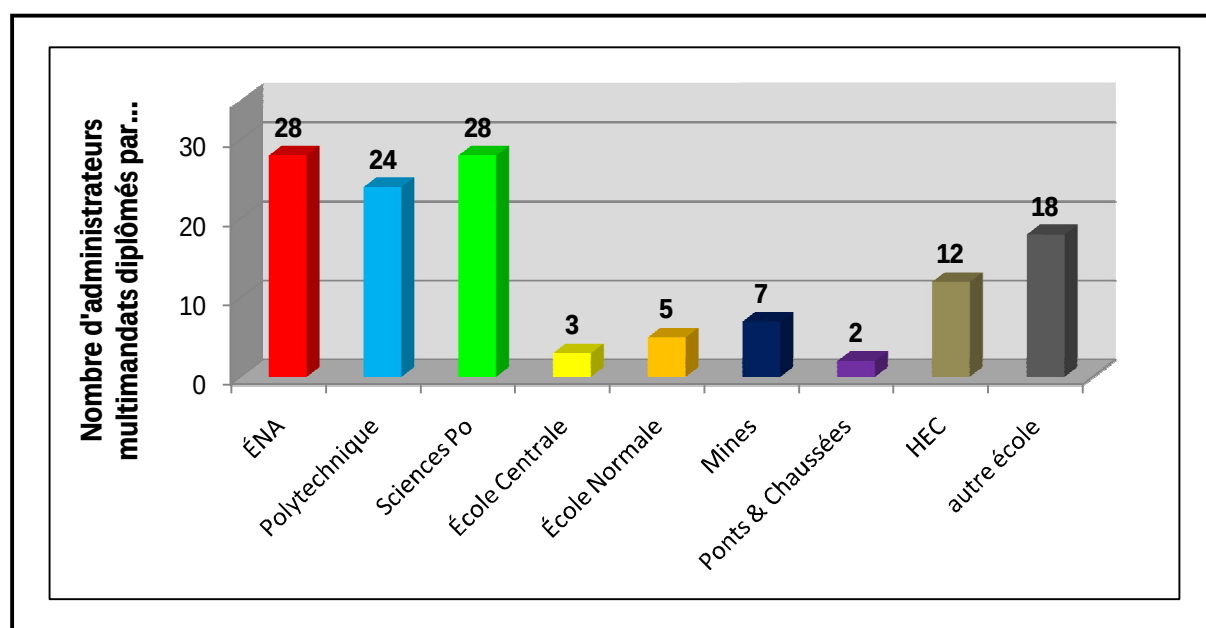
Le tableau 84 montre que la formation constitue l'une des différences majeures entre les multimandataires de part et d'autre du Rhin. Pour ce qui est des « cumulards » français, seule une partie faible a effectué un cursus universitaire classique, le pourcentage étant, toutefois, en progression, passant d'un niveau de 10 % environ en 2001 à 16 % en 2005.⁴⁵² En revanche, la grande majorité des administrateurs multimandats a poursuivi une formation dans une Grande École, ce

⁴⁵² Suite aux difficultés d'identifier, pour certains « cumulards », s'ils ont suivi un cursus universitaire et un parcours de Grande École, nous avons uniquement retenu le diplôme le plus élevé. Par conséquent, les cursus « intermédiaires » ayant permis aux administrateurs d'obtenir des diplômes plus élevés n'y figurent pas.

qui souligne le caractère élitiste, déjà évoqué, de ces établissements dans l'Hexagone. Enfin, le choix d'une carrière universitaire ne semble pas être la meilleure condition pour entrer dans le monde des administrateurs les plus importants. En effet, seul 10 % environ des « cumulards » ont effectué un cursus doctoral et moins de 3 % des multimandataires du CAC 40 occupent la position d'un professeur des universités. Pour ce qui est de l'évolution de ces chiffres, deux aspects majeurs ressortent. D'une part, le monde des administrateurs multimandats semble connaître, au fil du temps, une légère ouverture aux diplômés universitaires, la quote-part de ces derniers ayant presque doublé entre 2001 et 2005. D'autre part, cette évolution va de pair avec une stabilité du pourcentage des « cumulards » sortant d'une Grande École. Cela conduit à une légère diminution du poids relatif de ce groupe, en restant sur des niveaux élevés.

Compte tenu du fait qu'il n'existe pas d'étude ayant systématiquement analysé les caractéristiques des administrateurs multimandats français, nous ne pouvons comparer nos résultats avec ceux de travaux ayant examiné d'autres groupes d'acteurs importants. Ici, les travaux examinant les caractéristiques des dirigeants nous paraissent utiles. Dans la mesure où se trouvent beaucoup de PDG parmi les « cumulards », ces chiffres peuvent servir de référence. Par exemple, AL-LEMAND (2008) trouve, lors d'une analyse récente du marché *managérial* français, que la majorité des 1.001 dirigeants étudiés (57 %) ont été diplômés par une Grande École, alors que seul un cinquième des *managers* (20 %) a effectué un cursus universitaire de niveau BAC +5.⁴⁵³ Ces pourcentages ne sont pas trop éloignés de nos résultats précités. Quant au taux des docteurs qui y atteint un niveau de 7 % environ, il est également proche du nôtre.

Figure 50 : L'importance des Grandes Écoles dans le monde des « cumulards »



Source : nos propres recherches ; année considérée : 2005

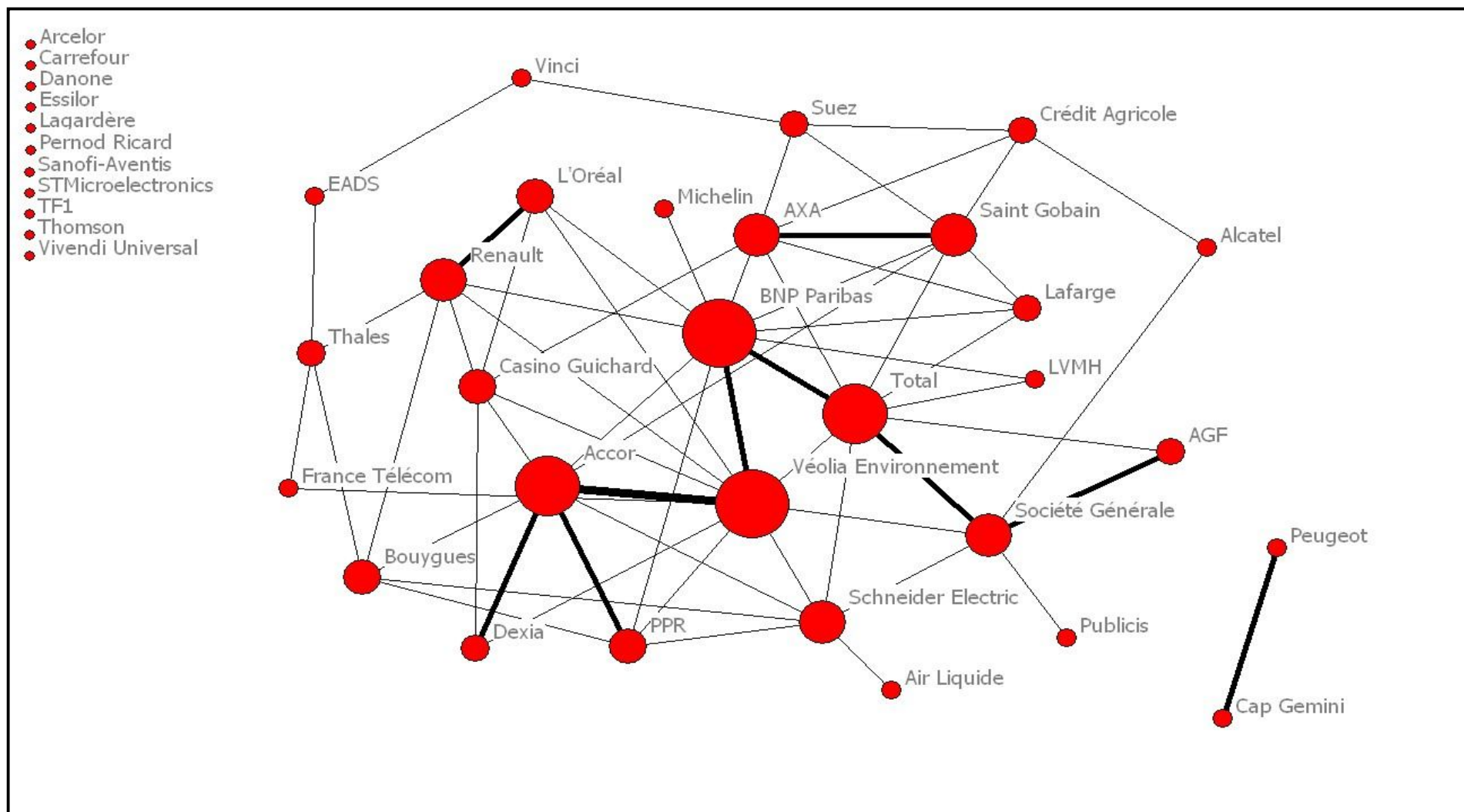
⁴⁵³ Nous entendons par Grande École tous les établissements faisant partie de la Conférence des Grandes Écoles.

Outre la répartition des formations, nous nous sommes interrogé sur les Grandes Écoles prédominant parmi les administrateurs multimandats (figure 50). À ce titre, trois établissements figurent loin devant les autres : l'ÉNA (24,3 % des « cumulards »), l'École Polytechnique (21,4 %) et l'Institut d'Études Politiques (24,3 %), mieux connus sous le nom de « Sciences Po ». Parmi les écoles de commerce, HEC Paris (10,7 %) occupe une position importante. En revanche, les autres écoles élitistes apparaissent de façon plus sporadique parmi les « cumulards ».

Comparés aux résultats d'autres études – même si elles portent sur des dirigeants –, nos pourcentages pour les écoles les plus prestigieuses sont très élevés. Ainsi, ALLEMAND (2008) n'observe que 5 % d'Énarques et 11 % de Polytechniciens parmi les premiers dirigeants français. Selon BERTRAND *et al.* (2007), 7 % des sociétés françaises ont à leur tête un énarque, 11 % un sortant de Polytechnique. Lors de l'analyse des profils de plus de 1.000 PDG français, PIGÉ (1996) trouve de même 5 % d'Énarques et 11 % de Polytechniciens. L'exception est constituée par les études de NGUYEN-DANG (2006) et de HARTMANN (2007, pp. 91-99) dont les chiffres se rapprochent des nôtres. À partir d'un échantillon de plus de 150 firmes, le premier auteur trouve que 29 % des PDG français sont des Polytechniciens et 22 % des Énarques. Quant à la seconde étude, elle identifie, pour les PDG des 100 plus grandes sociétés françaises dans l'année 2005, une quote-part de 22 % de Polytechniciens et de 19 % d'Énarques. La différence entre les pourcentages s'explique, à notre avis, par la taille des échantillons. De fait, tandis que notre échantillon et ceux de NGUYEN-DANG (2006) et de HARTMANN (2007) ne comprennent qu'un nombre limité de firmes les plus grandes, ceux des autres auteurs sont plus larges, l'une des conséquences étant que la concentration de diplômés sortant des écoles prestigieuses y est logiquement moins importante. Ajoutons qu'en dehors des écoles, l'État et les divers réseaux politiques constituent également des voies d'accès importantes à certaines grandes entreprises.

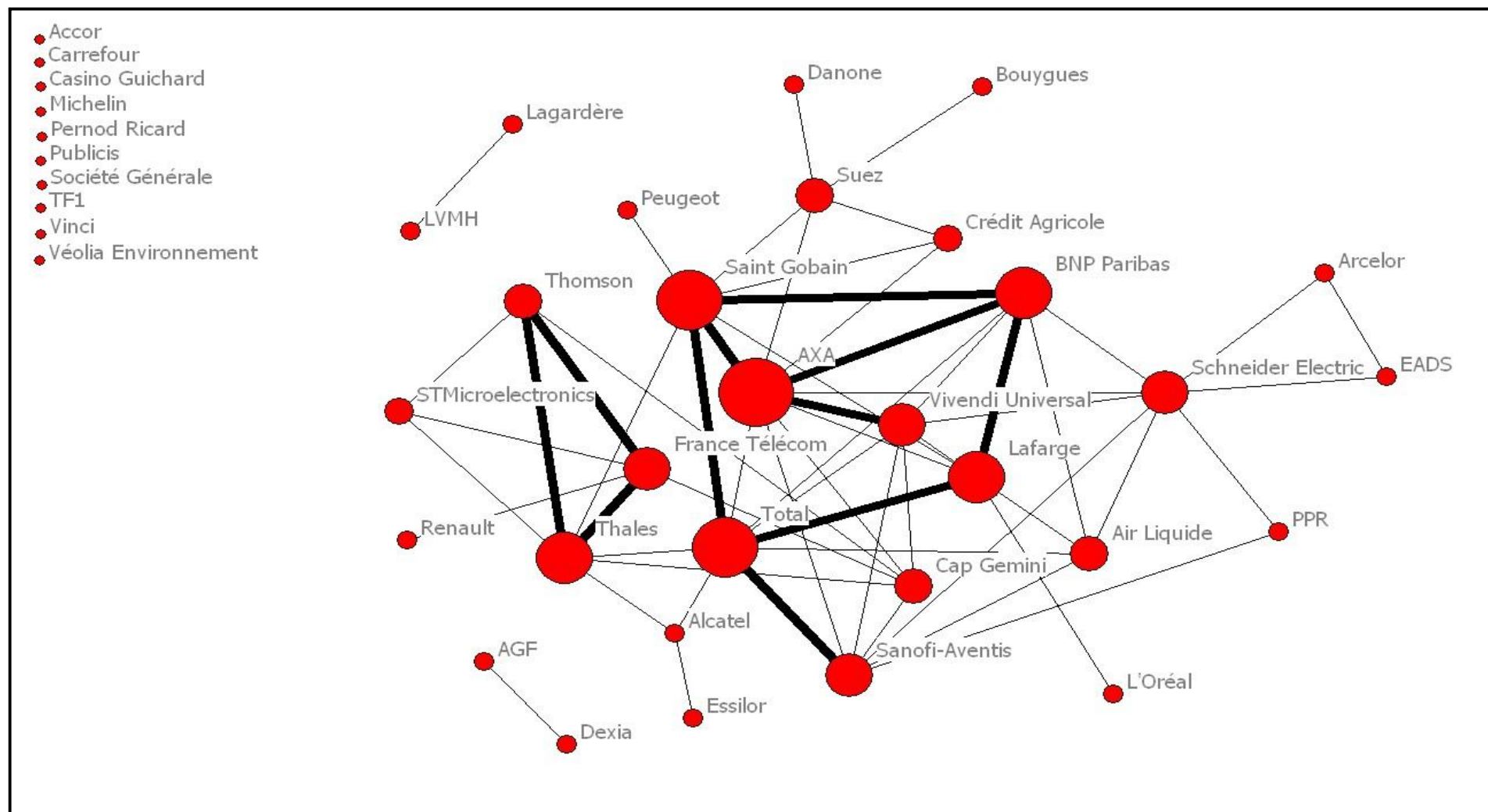
Dans la littérature, la position prépondérante des écoles ÉNA et Polytechnique fait, depuis longtemps, l'objet de nombreux débats. Pour tester leur rôle dans les réseaux, nous avons, ci-après, cartographié les liens établis entre les sociétés du CAC 40 en 2005 par les « cumulards » diplômés de ces deux écoles (figures 51 et 52). Les figures respectives montrent que tant les Énarques que les Polytechniciens sont très présents au niveau des premières sociétés françaises, permettant de connecter les trois-quarts environ des entreprises. Dans les deux réseaux, AXA et BNP Paribas occupent une position importante. En revanche, ceux-ci se distinguent par rapport aux firmes se trouvant dans leur périphérie. Ainsi, les énarques n'ont aucun lien vers les groupes Sanofi-Aventis, STMicroelectronics, Thomson et Vivendi Universal, ces sociétés jouant un rôle important dans le réseau des Polytechniciens. Néanmoins, nous tenons à noter que toute conclusion relative à l'importance de ces réseaux doit être faite avec prudence car il s'agit, ici, de contacts personnels qui peuvent, mais ne doivent pas forcément être activés. Autrement dit : rien ne garantit que les liens créés il y a longtemps, permettent d'améliorer la gestion aujourd'hui. De plus, la concurrence joue aussi entre les diplômés des mêmes écoles.

Figure 51 : Le réseau des administrateurs multimandats diplômés par l'ÉNA : portrait du CAC 40 en 2005



Source : nos propres recherches ; l'épaisseur des graphes indique le nombre d'administrateurs créant le lien interconseils respectif ; la taille des cercles reflète le nombre de « cumulards » énarques siégeant dans l'organe de contrôle ; logiciels sociométriques utilisés : *Ucinet 6 for Windows*, *Netdraw*

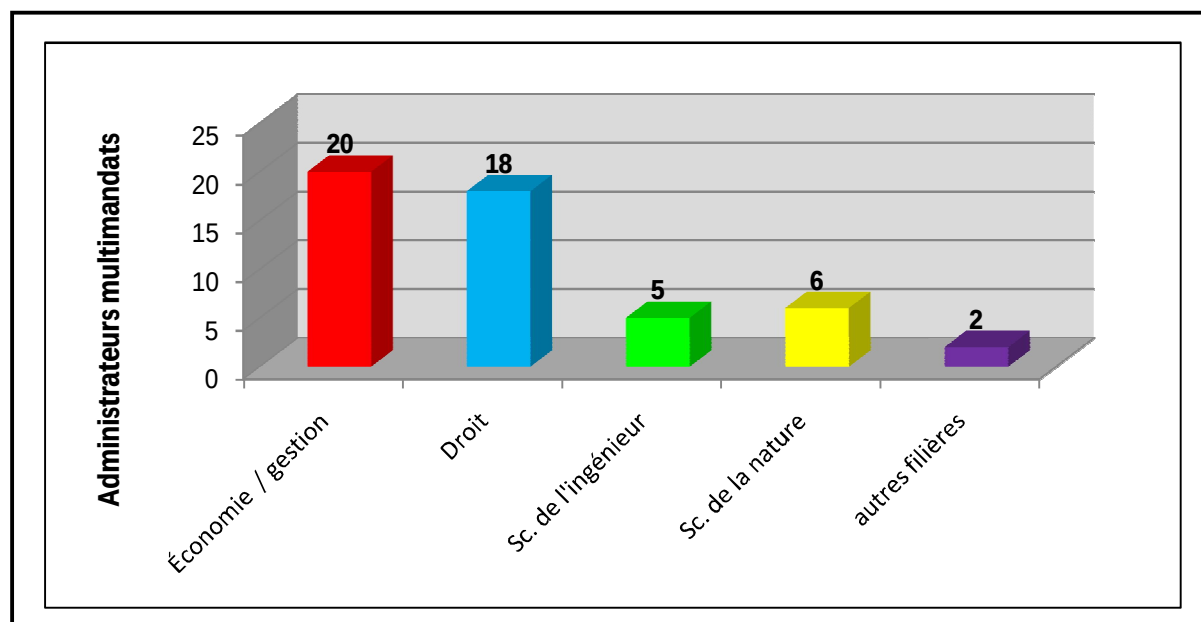
Figure 52 : Le réseau des administrateurs multimandats diplômés par l'École Polytechnique : portrait du CAC 40 en 2005



Source : nos propres recherches ; l'épaisseur des graphes indique le nombre d'administrateurs créant le lien interconseils respectif ; la taille des cercles reflète le nombre de « cumulards » polytechniciens siégeant dans l'organe de contrôle ; logiciels sociométriques utilisés : *Ucinet 6 for Windows*, *Netdraw*

À la différence de l'économie française, le titre de docteur semble être la carte d'entrée aux postes de responsabilité en Allemagne. Outre le fait que plus de neuf multimandataires allemands sur dix environ ont réalisé un parcours universitaire classique, les deux-tiers des « cumulards » disposent, de plus, d'un doctorat.⁴⁵⁴ Dans certaines sociétés, le pourcentage des administrateurs multimandats titulaires d'un tel diplôme atteint même les 100 %. Ainsi, les « cumulards » siégeant entre 2001 et 2005 dans l'organe de contrôle de *Siemens* (selon l'année considérée, entre cinq et huit mandataires) disposent tous d'un BAC+8. Autre exemple : parmi les onze représentants des actionnaires présents, fin 2005, dans le conseil du groupe *E.On*, on retrouve neuf « cumulards » dont huit sont docteurs (89 %). Ces chiffres confirment l'importance, déjà évoquée, de cette formation pour obtenir les postes les plus prestigieux dans le monde des affaires outre-Rhin (HÖPNER, 2003b, pp. 123-133 ; FAZ, 2005 ; MANAGERMAGAZIN, 2005).

Figure 53 : Les champs des travaux doctoraux des « cumulards » allemands



Source : nos propres recherches ; année considérée : 2005

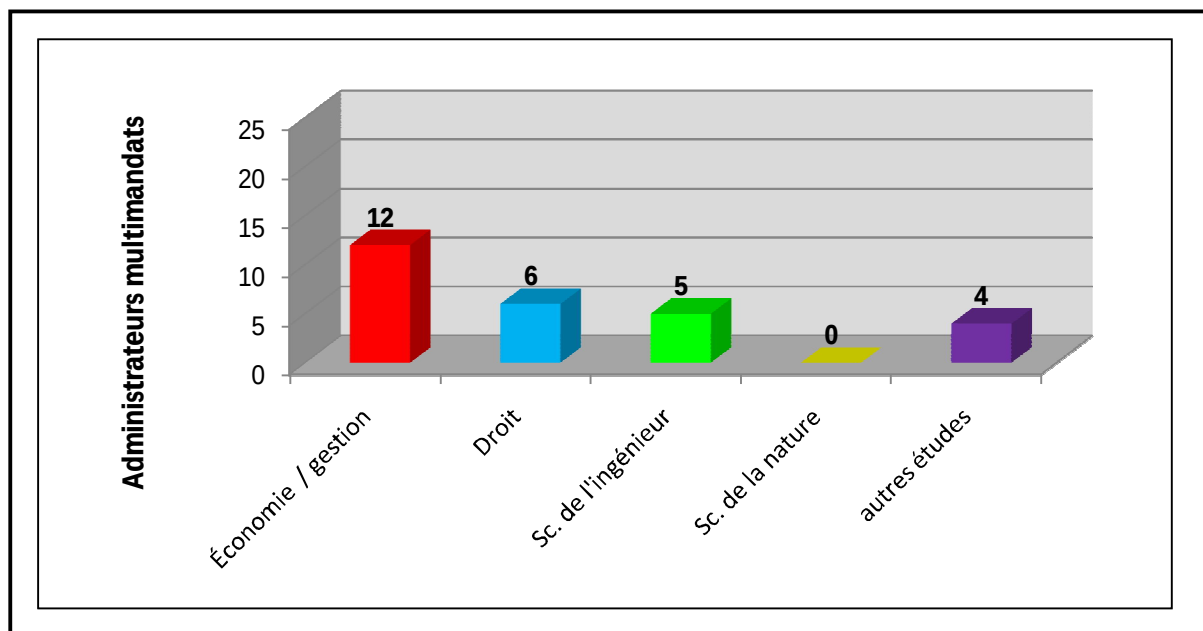
Quand on regarde de plus près les champs des travaux doctoraux des administrateurs multimandats allemands, force est de constater que les thèses en sciences économiques / gestion et en droit représentent plus des trois-quarts de la totalité des dissertations rédigées (figure 53).⁴⁵⁵ En revanche, les thèses de doctorat réalisées dans les sciences de l'ingénieur ou dans les sciences de la nature, ne représentent que des parts minimales. La moindre répartition, dans le monde des états-majors, de personnalités diplômées dans les domaines traditionnels tels que la construction

⁴⁵⁴ Ce pourcentage résulte aussi du fait qu'il n'existe pas d'écoles élitistes comparables aux Grandes Écoles françaises. Notons aussi que dans le système éducatif allemand, un cursus universitaire, s'il a été réussi, impliquait toujours (par le passé) un diplôme à niveau BAC+5, le système n'ayant pas prévu de diplômes intermédiaires.

⁴⁵⁵ Les filières sciences économiques et gestion ont été cumulées car il n'existe pas, dans le système allemand de l'enseignement supérieur, de distinction explicite entre ces deux domaines au niveau du doctorat.

mécanique, l'électrotechnique, l'ingénierie, la physique ou la chimie – formations par lesquelles les mandataires allemands ont été réputés pendant très longtemps (POENSGEN, 1982) – se confirme également pour les multimandataires n'ayant pas écrit de thèse (figure 54).

Figure 54 : Les diplômes des « cumulards » allemands ne disposant pas de doctorat



Source : nos propres recherches ; année considérée : 2005 ; il s'agit, ici, exclusivement d'administrateurs multimandats ne disposant pas de doctorat

Parmi les « cumulards » ayant fait des études, mais ne disposant pas de doctorat, la répartition des filières ne diverge, cependant, pas beaucoup de celle des docteurs allemands. Ainsi, la grande majorité de ces mandataires a poursuivi des études en sciences économiques ou en gestion, ou, de façon moins importante, des cursus en droit. En revanche, les sciences de l'ingénieur ne jouent plus qu'un rôle très faible. Dernier aspect intéressant : la totalité des multimandataires diplômés dans les sciences de la nature ont également écrit une thèse de doctorat.

Soulignons que nos chiffres vont de pair avec l'apparente tendance vers une perte du rôle traditionnellement important des filières techniques dans l'économie outre-Rhin au profit des cursus universitaires économiques et juridiques. Lors de l'analyse des états-majors de 40 sociétés allemandes sur la période 1990-1999, HÖPNER (2003b, pp. 127-128) observe que 39 % des présidents de directoire avaient effectué des études en économie ou en gestion. Un autre quart des personnes disposait d'un diplôme en droit. Aussi, l'auteur constate une augmentation, lors de la décennie étudiée, de la part des *Vorstandsvorsitzenden* que l'on peut qualifier d'« experts financiers ».⁴⁵⁶ Le fait de disposer de connaissances économiques, financières et juridiques spécifiques semble donc être un aspect décisif pour accéder au poste de président du directoire.

⁴⁵⁶ Il s'agit pour l'auteur (HÖPNER, 2003, p. 128), de premiers dirigeants ayant fait des études dans les sciences économiques, en gestion ou en droit, et ayant accédé au poste de PDG *via* la fonction de directeur financier.

2.3.5 Les fonctions occupées par les administrateurs

Comme nous l'avons déjà fait lors de l'analyse descriptive de notre échantillon global, nous nous sommes également interrogé, pour les deux échantillons nationaux, sur la nature des positions qu'occupent les administrateurs représentant les actionnaires en général, d'une part, et le groupe des multimandataires en particulier, d'autre part (tableau 85).

Tableau 85 : Évolution des fonctions occupées par les administrateurs

Fonction occupée			2001	2002	2003	2004	2005
France	Administrateurs monomandats	Mandataires*	388	395	389	392	402
		PDG	4 1,0 %	4 1,0 %	4 1,0 %	5 1,3 %	6 1,5 %
		Président du CA / CS	10 2,6 %	12 3,0 %	10 2,6 %	9 2,3 %	7 1,7 %
		Vice-Président du CA / CS	15 3,9 %	13 3,3 %	15 3,9 %	17 4,3 %	17 4,2 %
		Président de comité spécialisé	26 6,7 %	34 8,6 %	32 8,2 %	39 9,9 %	43 10,7 %
	Administrateurs multimandats	Mandataires*	97	105	106	110	111
		PDG	22 22,7 %	21 20,0 %	20 18,9 %	20 18,2 %	18 16,2 %
		Président du CA / CS	6 6,2 %	7 6,7 %	9 8,5 %	10 9,1 %	12 10,8 %
		Vice-Président du CA / CS	10 10,3 %	10 9,5 %	9 8,5 %	10 9,1 %	9 8,1 %
		Président de comité spécialisé	64 66,0 %	69 65,7 %	77 72,6 %	70 63,6 %	69 62,2 %
Allemagne	Administrateurs monomandats	Mandataires*	209	207	208	201	210
		Président du CS	9 4,3 %	8 3,9 %	9 4,3 %	11 5,5 %	11 5,2 %
		Vice-Président du CS	7 3,3 %	7 3,4 %	6 2,9 %	6 3,0 %	6 2,9 %
		Président de comité spécialisé	12 5,7 %	15 7,2 %	24 11,5 %	22 10,9 %	25 11,9 %
	Administrateurs multimandats	Mandataires*	74	74	76	71	74
		Président du CS	24 32,4 %	23 31,1 %	22 28,9 %	20 28,2 %	20 27,0 %
		Vice-Président du CS	8 10,8 %	7 9,5 %	7 9,2 %	7 9,9 %	5 6,8 %
		Président de comité spécialisé	41 55,4 %	42 56,8 %	50 65,8 %	55 77,5 %	51 68,9 %

Source : nos propres recherches ; * siégeant dans les organes de contrôle le 31.12. de l'année considérée ; PDG = Président-directeur général, CA = conseil d'administration, CS = conseil de surveillance

L'analyse séparée de chaque pays confirme globalement notre conclusion tirée lors de l'analyse de l'échantillon bi-national, d'une position privilégiée des « cumulards » des deux côtés du Rhin. En France, un administrateur multimandats dispose ainsi, en moyenne, de dix fois plus de chances d'occuper la fonction de Président-directeur général qu'un administrateur ne cumulant pas de fonctions. En chiffres absolus, les 111 « cumulards » du CAC 40 exercent, en 2005, 18 fonctions de PDG, alors que les 402 administrateurs monomandats n'arrivent qu'à cumuler six postes. Aussi, les « cumulards » disposent de huit fois plus de chances de présider un organe de contrôle et de deux fois plus de chances d'assurer sa vice-présidence. Pour ce qui est des comités spécialisés, le groupe des administrateurs monomandats siège, en 2005, à la tête de 43 des instances consultatives, comparé à 69 comités présidés par les « cumulards ». Autrement dit, les deux-tiers environ des « cumulards » président, en moyenne, un comité, tandis que seuls 10 % des administrateurs « ordinaires » parviennent à occuper une telle fonction.

Lorsqu'on regarde l'évolution de ces chiffres, plusieurs informations intéressantes ressortent. D'une part, le nombre de fonctions de PDG, occupées par les « cumulards », diminue au cours de notre période d'observation. D'autre part, le nombre de postes de présidence de conseil revenant à ce groupe augmente, faisant que le total des fonctions est supérieur en 2005 à son niveau en 2001. Ces variations s'expliquent par les changements statutaires, pendant cette période, de plusieurs entreprises qui passent d'une structure moniste à cumul fonctionnel à une séparation des fonctions entre le président de l'équipe dirigeante et celui de l'organe de contrôle. Par conséquent, l'importance globale des « cumulards » ne semble pas avoir diminué au cours des cinq années étudiées. Au niveau des comités consultatifs, les chiffres restent, de même, relativement stables au cours du temps. Les administrateurs monomandats gagnent de l'importance durant les cinq ans étudiés, mais restent, cependant, loin derrière les « cumulards ».

Pour ce qui est du DAX 30, la position relative des « cumulards » semble être encore plus importante. Ainsi, en 2005, les 74 multimandataires identifiés président 20 conseils de surveillance, tandis que les 210 mandataires « ordinaires » n'arrivent à être à la tête que de onze organes de contrôle. Aussi, un multimandataire a trois fois plus de chances d'assurer la vice-présidence d'un conseil qu'un mandataire n'exerçant qu'un seul mandat dans le premier indice allemand. Au niveau des comités consultatifs, la position privilégiée des « cumulards » peut de même être confirmée. Ainsi, plus des deux-tiers des « cumulards » président, en moyenne, au moins un comité spécialisé, la quote-part des administrateurs monomandats en charge d'une telle fonction n'atteignant à peine 12 %. Concernant l'évolution de ces chiffres dans le temps, nous observons une légère tendance vers la hausse des postes de président de conseil occupés par les administrateurs monomandats. Enfin, leur poids relatif se renforce également au niveau des présidences de comités consultatifs, cette dernière tendance étant principalement due à une multiplication du nombre de comités mis en place dans les sociétés du premier indice allemand.

2.3.6 La répartition des postes occupées par les administrateurs multimandats

Après l'analyse de la répartition des principales fonctions entre les multimandataires et les administrateurs ne cumulant pas de mandats, nous nous sommes également intéressé à la distribution des fonctions dans le groupe même des « cumulards ». Comme dans le cas de l'échantillon global, notre étude montre que les administrateurs occupant deux fonctions de contrôle constituent le groupe le plus important de part et d'autre du Rhin (tableau 86).

Tableau 86 : Évolution de la répartition des postes occupés par les « cumulards »

			2001	2002	2003	2004	2005
France	Multimandataires*		101	109	113	113	115
	Mandats exercés**	2 mandats	55 54,5 %	56 51,4 %	60 53,1 %	65 57,5 %	65 56,5 %
		3 mandats	20 19,8 %	18 16,5 %	22 19,5 %	22 19,5 %	21 18,3 %
		4 mandats	5 5,0 %	7 6,4 %	10 8,8 %	9 8,0 %	14 12,2 %
		5 mandats	6 5,9 %	6 5,5 %	6 5,3 %	4 3,5 %	2 1,7 %
		> 5 mandats	2 2,0 %	3 2,8 %	0 0,0 %	0 0,0 %	0 0,0 %
	Total de mandats		233	244	256	252	259
Allemagne	Multimandataires*		74	80	81	74	76
	Mandats exercés**	2 mandats	23 31,1 %	33 41,3 %	31 38,3 %	30 40,5 %	33 43,4 %
		3 mandats	16 21,6 %	12 15,0 %	10 12,3 %	13 17,6 %	9 11,8 %
		4 mandats	5 6,8 %	5 6,3 %	9 11,1 %	7 9,5 %	9 11,8 %
		5 mandats	3 4,1 %	2 2,5 %	2 2,5 %	2 2,7 %	2 2,6 %
		> 5 mandats	3 4,1 %	5 6,3 %	5 6,2 %	3 4,1 %	4 5,3 %
	Total de mandats		148	163	169	156	164

Source : nos propres recherches et calculs ; * siégeant dans les organes de contrôle au cours de l'année considérée ; ** il s'agit, ici, exclusivement de mandats de contrôle

Dans le cas de l'indice CAC 40, la quote-part des administrateurs exerçant deux mandats de contrôle varie, au cours des cinq années étudiées, entre 51,4 % (2002) et 57,5 % (2004). Un sixième environ des « cumulards » français occupe trois postes de contrôle. Pour ce qui est de l'occupation d'un nombre de fonctions plus élevé encore, nous observons une tendance intéres-

sante. D'une part, le pourcentage des « multicumulards » exerçant cinq mandats baisse de 5,9 % en 2001 à 1,7 % en 2005, aucun mandataire ne dépassant – suite à l'entrée en vigueur de la loi NRE – les cinq postes depuis 2003. En revanche, le pourcentage des administrateurs siégeant dans quatre conseils différents augmente de 5 % en 2001 à 12,2 % en 2005, ce qui témoigne d'une réduction des mandats pour raison de conformité avec les réglementations législatives.

En Allemagne, nous observons une diminution du nombre de « cumulards » exerçant trois mandats de contrôle au profit de la quote-part des administrateurs n'occupant que deux fonctions. Ce dernier groupe représente, en 2005, 43,4 % de la totalité des multimandataires. Le nombre des administrateurs siégeant dans quatre conseils de surveillance double pendant la période analysée et atteint un niveau de 11,8 % en 2005. En revanche, le groupe des administrateurs exerçant cinq mandats ou plus reste relativement stable au cours du temps et comprend environ 8 % des multimandataires interconnectant les conseils des sociétés du DAX 30.

2.3.7 La réputation des administrateurs multimandats

La mise en lumière, dans le paragraphe précédent, des positions occupées par les multimandataires nous conduit à tester de même l'existence d'éventuelles différences nationales concernant la réputation que ces mandataires ont pu construire au cours de leur carrière. Pour y parvenir, nous avons comparé, au niveau des entreprises de chacun des deux échantillons nationaux, le nombre de postes (de direction et / ou de contrôle) que ses « cumulards » ont déjà occupés, en moyenne, dans leur activité (tableau 87). Pour garantir une comparabilité des chiffres, les sommes respectivement obtenues ont été divisées par le total des représentants des actionnaires siégeant dans l'organe de contrôle. La variable finalement créée reflète le nombre de fonctions (*managériales* et / ou de contrôle) déjà occupées, en moyenne, par administrateur. Elle représente ainsi la réputation des multimandataires telle qu'elle a été opérationnalisée dans notre hypothèse de recherche H_2 (et dans les deux sous-hypothèses H_{2a} et H_{2b}).

L'analyse de ce critère fait ressortir des aspects intéressants. Ainsi, on constate que le niveau de réputation moyen tend à s'accroître au cours des cinq années étudiées, tant dans l'Hexagone qu'outre-Rhin. De plus, il existe, pour chacun des trois critères de réputation précités, des différences significatives entre les deux pays de notre analyse.⁴⁵⁷ Dans le cas des sociétés du CAC 40, la réputation moyenne d'un administrateur passe d'un niveau de 18,5 mandats en 2001 à 21,1 mandats en 2005, soit une hausse de 14 % environ. Cette évolution s'explique par une augmentation de la réputation en termes de compétences *managériales* (+ 7,3 %), mais

⁴⁵⁷ Néanmoins, nous sommes d'avis que ces différences ne permettent pas de tirer des conclusions définitives par rapport au niveau de réputation des administrateurs français et allemands. Plutôt, il nous semble que les écarts relèvent du fait que les informations relatives aux postes déjà exercés par les administrateurs multimandats, proviennent de conceptions différentes des diverses sources de données nationales mobilisées.

plus encore par un fort accroissement de la réputation en termes de compétences de contrôle (16,6 %). Certains groupes comme Danone, EADS et LVMH se caractérisent par des niveaux élevés de compétences *managériales*. En revanche, les sociétés Casino, L'Oréal, Peugeot et Pernod Ricard mandatent des personnalités disposant de beaucoup de compétences en termes de contrôle, ce qui se traduit par des niveaux de réputation moyens très importants.

Pour ce qui est des sociétés du DAX 30, nous observons une évolution similaire. Ainsi, le niveau de réputation augmente de 11,2 postes occupés, en moyenne, par administrateur en 2001 à 14,3 postes en 2005, soit une hausse de 28 %. Cette progression repose notamment sur la réputation en termes de compétences *managériales* qui connaît une augmentation de 32 % environ. Parallèlement, la réputation moyenne concernant les compétences en termes de contrôle s'améliore de 27,3 % pour atteindre un niveau de 11,85 postes par mandataire en 2005. Dans l'échantillon allemand, *Bayer*, la *Bayerische Hypo- und Vereinsbank*, *Continental*, *E.On* et *Siemens* se caractérisent par des « cumulards » disposant de beaucoup de réputation suite à leurs compétences *managériales*. En revanche, les sociétés *Adidas Salomon*, *Commerzbank*, *MAN*, *Linde* et *SAP* sont en tête du classement concernant le niveau de réputation en termes de compétences de contrôle.

Tableau 87 : Évolution de la réputation des administrateurs multimandats

			2001	2002	2003	2004	2005
France	Moyenne	1	18,51	19,83	20,22	21,24	21,08
		2	5,33	5,39	5,52	5,69	5,72
		3	13,17	14,45	14,69	15,55	15,36
	Médiane	1	17,25	18,53	19,21	19,76	19,75
		2	5,20	5,44	5,13	5,42	5,54
		3	12,13	13,00	14,33	14,55	14,36
	Minimum	1	0,00	0,00	0,00	5,77	6,67
		2	0,00	0,00	0,00	0,38	1,17
		3	0,00	0,00	0,00	5,38	5,50
	Maximum	1	32,98	54,25	54,50	54,50	41,78
		2	10,83	11,89	10,83	13,00	10,40
		3	27,48	46,75	47,00	47,00	36,44
Allemagne	Moyenne	1	11,21	11,81	12,43	13,26	14,34
		2	1,89	2,01	2,15	2,36	2,49
		3	9,31	9,80	10,28	10,90	11,85
	Médiane	1	11,69	12,17	12,93	13,31	14,44
		2	2,00	2,19	2,25	2,28	2,45
		3	9,59	9,90	10,48	10,28	11,21
	Minimum	1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		3	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Maximum	1	16,29	17,17	17,76	21,75	24,42
		2	3,65	3,17	3,79	4,00	3,86
		3	14,31	14,70	15,36	19,33	21,08

Source : nos propres recherches et calculs ; 1 = réputation en termes de compétences *managériales* et de contrôle, 2 = réputation en termes de compétences *managériales*, 3 = réputation en termes de compétences de contrôle

2.3.8 Les connaissances et compétences spécifiques apportées par les « cumulards »

Comme nous l'avons précisé lors de la description de notre modèle, nous admettons que les administrateurs multimandats peuvent s'avérer, grâce aux connaissances et compétences spécifiques qu'ils apportent, particulièrement bénéfiques pour la création de valeur. Nous présentons, ci-après, quelques premiers renseignements descriptifs concernant ce point.

L'accès privilégié des « cumulards » à l'information et à la connaissance

Dans notre modèle de recherche, nous partons du principe que l'accès, supposé privilégié, des administrateurs multimandats à l'information et à la connaissance peut, entre autres, provenir d'une participation de ces derniers à l'ERT. Nos analyses descriptives montrent que cet aspect s'avère, en effet, très important pour certaines entreprises. Malgré le fait que seulement une partie mineure des « cumulards » français et allemands fait partie de ce cercle d'échange élitiste à l'échelle européenne – il s'agit, selon l'année considérée, entre 7 % et 9 % des multimandataires français et entre 8 % et 10 % des « cumulards » allemands –, le nombre important de mandats que ces personnes cumulent permet d'offrir à bon nombre de firmes un accès potentiel à cette source exclusive d'information et de connaissance (tableau 88 et figure 55).

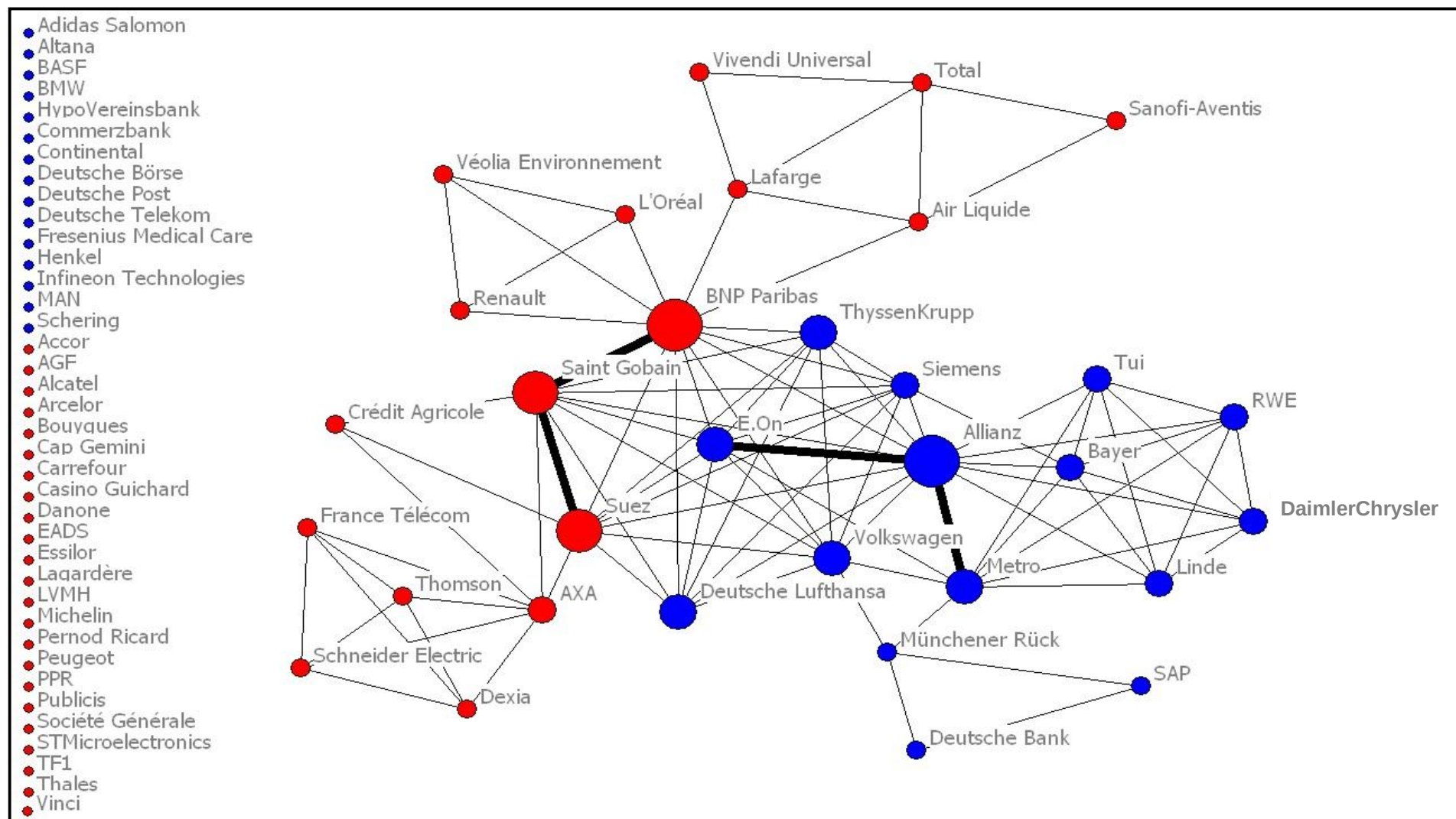
Tableau 88 : Évolution de la quote-part des « cumulards » membres de l'ERT

			2001	2002	2003	2004	2005
France	Multimandataires*		101	109	113	113	115
	Membres de l'ERT	Total en %*	9 8,9 %	9 8,3 %	9 8,0 %	10 8,8 %	8 7,0 %
Allemagne	Multimandataires*		74	80	81	74	76
	Multimandataires membres de l'ERT	Total en %*	7 9,5 %	6 7,5 %	8 9,9 %	7 9,5 %	6 7,9 %

Source : nos propres recherches; * = siégeant dans les organes de contrôle au cours de l'année considérée

Notons, par ailleurs, que les deux réseaux d'administrateurs nationaux se voient interconnectés par la participation des « cumulards » à l'ERT. Plus précisément, ces relations reposent sur un seul administrateurs multimandats uniquement : M. Gerhard CROMME qui siège, en 2005, dans les organes de contrôle des sociétés françaises BNP Paribas, Saint Gobain, Suez et des groupes allemands *Allianz*, *Deutsche Lufthansa*, *E.On*, *Siemens*, *ThyssenKrupp* et *Volkswagen*.

Figure 55 : Le réseau des « cumulards » membres de l'ERT : portrait du CAC 40 et du DAX 30 en 2005



Source : nos propres recherches ; l'épaisseur des graphes indique le nombre de multimandataires membres de l'ERT créant le lien interconseils respectif ; la taille des cercles reflète le nombre de firmes qu'interconnectent les « cumulards » membres de l'ERT ; logiciels sociométriques utilisés : *Ucinet 6 for Windows*, *Netdraw*

Tableau 89 : Évolution de la répartition des décorations nationales parmi les « cumulards »

			2001	2002	2003	2004	2005
France	Multimandataires*		101	109	113	113	115
	Membres de la Légion d'honneur	Total	82	86	87	87	86
		en %*	81,2 %	78,9 %	77,0 %	77,0 %	74,8 %
	Porteurs de l'Ordre du Mérite de la RF	Total	52	56	56	61	58
		en %*	51,5 %	51,4 %	49,6 %	54,0 %	50,4 %
Allemagne	Multimandataires*		74	80	81	74	76
	Docteurs <i>honoris causa</i>	Total	20	22	20	18	16
		en %*	27,0 %	27,5 %	24,7 %	24,3 %	21,1 %
	Porteurs de l'Ordre du Mérite de la RFA	Total	7	7	7	7	8
		en %*	9,5 %	8,8 %	8,6 %	9,5 %	10,5 %

Source : nos propres recherches ; * = siégeant dans les organes de contrôle au cours de l'année considérée ; RF = République française, RFA = République fédérale d'Allemagne

En ce qui concerne l'importance des décorations nationales dans le groupe des administrateurs multimandats, nous pouvons de même constater une situation intéressante (tableau 89). Ainsi, plus des trois-quarts environ des « cumulards » siégeant dans les sociétés du CAC 40 sont titulaires de la Légion d'honneur. Cependant, une légère tendance vers la baisse de l'importance de cette décoration nationale peut être constatée pendant la période étudiée, le pourcentage respectif passant de 81,2 % en 2001 à un niveau, tout de même toujours très élevé, de 74,8 % en 2005. L'Ordre national du Mérite joue un rôle comparable, la quote-part des multimandataires en faisant partie n'atteignant que des niveaux qui varient, selon l'année considérée, autour de 50 %. À la différence de la Légion d'honneur, aucune tendance claire ne ressort des chiffres relatifs aux porteurs de l'Ordre national du Mérite.

Comparée à la France, les décorations nationales jouent un rôle moins important en Allemagne.⁴⁵⁸ Ainsi, seul un dixième environ des administrateurs multimandats détient la décoration « *Verdienstorden der Bundesrepublik Deutschland* ». Ce pourcentage reste stable pendant les cinq années étudiées. En revanche, un quart environ des « cumulards » se caractérise par la détention du titre académique honorifique « docteur *honoris causa* ». Sa quote-part connaît de plus une légère diminution sur la période d'observation, passant de 27 % en 2001 à 21,1 % en 2005.

⁴⁵⁸ Cela s'explique, à notre avis, par l'histoire de l'Allemagne. Dans l'objectif de se démarquer des ordres et médailles décernés durant la période nazi, le législateur allemand a ainsi passé, le 26 juillet 1957, la loi « *Gesetz über Titel, Orden und Ehrenzeichen (OrdenG)* ». Si celle-ci autorise, sans restriction, le port d'ordres datant avant l'année 1933, tous les ordres et médailles décernés entre 1933 et 1945 ne pouvant être portés uniquement sans symboles nazi. Depuis l'après-guerre, le *Verdienstorden der Bundesrepublik Deutschland* – institué en 1951 – constitue le seul ordre allemand existant au niveau national. Il a été décerné, entre 2001 et 2005, à 15.857 personnes (cf. ici <http://www.bundespraesident.de/artikel-,12071.622797/Statistik-Verdienstorden.htm>, site Internet consulté le 24 septembre 2009)

L'apport de connaissances spécifiques par les multimandataires

Une autre différence entre les mandataires français et allemands réside dans la présence, au sein des conseils, d'anciens membres de l'équipe dirigeante (tableau 90). Parmi les sociétés du CAC 40, la quote-part moyenne des « cumulards » occupant un poste de contrôle dans le groupe où ils exerçaient auparavant une fonction *managériale* n'atteint que 7 % en 2005. Dans la mesure où ce phénomène ne concerne que 40 % des firmes, la médiane (0 %) diverge de la moyenne. Au total, le passage automatique de la direction générale à l'organe de contrôle concerne 18 « cumulards » du CAC 40 en 2005, comparé à huit multimandataires en 2001.

Le phénomène, répandu en Allemagne, selon lequel l'ancien premier dirigeant entre, après son départ, dans l'organe de contrôle de la même société n'est, lui aussi, que peu fréquent en France. Fin 2005, seules sept des sociétés du CAC 40 appliquent cette « tradition » (Air Liquide, AXA, BNP Paribas, Cap Gemini, Lafarge, Renault, Vivendi Universal). Dans deux autres sociétés, l'ancien patron occupe, en 2005, la vice-présidence de l'organe de contrôle (Michelin, PPR). De surcroît, seuls BNP Paribas et PPR accueillent deux anciens dirigeants.

Tableau 90: Évolution du pourcentage des « cumulards » siégeant dans une société dans laquelle ils occupent / ont occupé une fonction exécutive

		2001	2002	2003	2004	2005
France	Moyenne	a 3,6 %	4,1 %	5,2 %	6,0 %	7,0 %
		t 16,0 %	15,1 %	14,2 %	16,6 %	15,3 %
	Médiane	a 0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
		t 16,7 %	14,8 %	14,3 %	16,7 %	14,3 %
	Minimum	a 0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
		t 0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
	Maximum	a 28,6 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	28,6 %
		t 50,0 %	50,0 %	40,0 %	40,0 %	42,9 %
Allemagne*	Moyenne	7,9 %	8,4 %	9,8 %	10,0 %	10,5 %
	Médiane	0,0 %	0,0 %	6,3 %	12,7 %	11,1 %
	Minimum	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
	Maximum	28,6 %	42,9 %	33,3 %	25,0 %	33,3 %

Source : nos propres recherches et calculs ; a = anciens dirigeants uniquement ; t = anciens dirigeants + dirigeants internes ; * la loi allemande interdisant la présence de dirigeants internes au conseil de surveillance, seuls les anciens dirigeants ont été comptés

Quand on élargit le décompte aux dirigeants internes, actuellement présents dans l'organe de contrôle, la moyenne augmente nettement. Pendant notre période d'observation, le taux varie entre 14,2 % en 2003 et 16,6 % en 2004. Dans certaines firmes comme PPR (43 % en 2005) ou Société Générale (38 % en 2005), le poids des « cumulards » qui sont des dirigeants anciens ou internes et qui siègent au conseil d'administration, atteint même des niveaux importants.

Pour ce qui est de l'évolution du phénomène précité, nous observons une augmentation, au cours de la période étudiée, de la quote-part moyenne des « cumulards » occupant auparavant des fonctions exécutives dans l'entreprise. En effet, leur poids relatif double entre l'année 2001 (3,6 %) et fin 2005 (7 %). Cette tendance semble être partiellement due à des changements statutaires en faveur d'une structure avec séparation des fonctions entre le président de l'équipe dirigeante et celui de l'organe de contrôle. Dans ce cas, les sociétés en question décideraient donc – que ce soit volontairement pour pouvoir profiter des compétences et expériences de leurs meilleurs *managers* ou suite à la demande (ou la pression) de ces derniers – de nommer d'anciens dirigeants en tant qu'administrateurs. En revanche, nous ne pouvons constater une tendance claire au niveau du nombre de « cumulards » étant ou ayant été des dirigeants de la firme, leur quote-part oscillant, pendant les cinq années considérées, autour d'un niveau de 15 %.

À la différence de la France, le passage de dirigeants, à la fin de leur mandat de direction, dans le conseil de surveillance de la même entreprise est un phénomène très récurrent en Allemagne. De surcroît, le sujet y fait, depuis longtemps, l'objet de vifs débats dans la presse économique, l'argument principal étant que cette « tradition » conduirait – en raison, notamment, d'interdépendances socio-relationnelles entre les anciens et les nouveaux dirigeants – tant à une gestion, influencée par l'ancien *management*, qu'à un contrôle insuffisant du directoire actuellement en place. Quant à la présence d'administrateurs exerçant parallèlement une fonction exécutive dans la société, elle est interdite par la législation commerciale allemande.

La quote-part moyenne des « cumulards » allemands siégeant dans l'organe de contrôle de leur ancien employeur s'élève, fin 2005, à 10,5 % et concerne 16 des sociétés inscrites dans le DAX 30 (53 %).⁴⁵⁹ Dans le cas de *Siemens*, un tiers des multimandataires identifiés lors de l'exercice 2005 siégeait auparavant dans le directoire du même groupe. Aussi, environ 30 % des administrateurs multimandats de la *Bayerische Hypo- und Vereinsbank* et un quart des « cumulards » des groupes *Allianz*, *BASF*, *BMW* et *Deutsche Lufthansa* de l'année 2005 sont des anciens dirigeants. Comparé à l'année 2001 où le pourcentage des multimandataires concernés par ce phénomène n'atteignait que 7,9 % (13 sociétés impliquées, soit 43 % des groupes du DAX 30), le « passage automatique » du directoire au conseil de surveillance semble donc, comme en France, connaître une hausse au cours des cinq années étudiées. Notons que le nombre des entreprises nommant plus d'un ancien dirigeant s'est de même multiplié lors de notre période d'observation, passant de quatre firmes en 2001 à huit sociétés en 2005. Toutefois, depuis 2004, aucune société allemande n'accueille plus de deux anciens *managers*.⁴⁶⁰

⁴⁵⁹ Les moyennes nationales sont statistiquement significatives au seuil de 10 % pour les années 2004 et 2002, et au seuil de 5 % pour les exercices 2003 et 2001.

⁴⁶⁰ Par conséquent, la recommandation faite par le *Kodex* allemand (2002, point 5.4.2) relative à une limitation de la présence d'anciens dirigeants au nombre de deux, est respectée par toutes les sociétés du DAX 30.

La critique des médias cible notamment le passage de l'ancien président du directoire à la tête du conseil de surveillance. Selon nos recherches, cela concerne, en 2005, la moitié des premières sociétés allemandes. Comparé à l'année 2001 où nous n'avons pu identifier que huit cas, leur quote-part aurait donc doublé au cours de cinq ans seulement. Nos chiffres vont de pair avec les résultats d'une étude récente, menée par BRESSER /THIELE (2008), dans laquelle ces derniers qui observent, sur la période 1995-2004, une « présidence continue » dans plus de la moitié des sociétés du DAX 30. Le phénomène précité gagne, d'ailleurs, encore de l'ampleur quand on élargit l'angle d'analyse. De fait, lorsque nous ajoutons au décompte la situation où l'ancien président du directoire occupe un poste d'administrateur, ainsi que le cas où un ancien dirigeant passe au conseil de surveillance, on s'aperçoit qu'en 2005, 23 multimandataires dans 16 « *Blue Chips* » allemandes sont concernés par le phénomène d'un passage automatique de postes.

La combinaison et l'exploitation des apports des administrateurs multimandats

Comme cela a été évoqué lors de la présentation de nos variables explicatives, nous considérons le nombre d'années que les mêmes « cumulards » siègent dans un organe de contrôle comme un facteur décisif de la création de valeur. Notre argument repose sur l'hypothèse qu'une présence commune plus longue des multimandataires dans le conseil d'administration permet d'intensifier les échanges cognitifs en son sein, d'accroître la confiance entre les mandataires et d'harmoniser par-là les discussions – c'est-à-dire, de réduire le risque de conflits cognitifs relevant d'une attitude concurrentielle plus prononcée et de davantage de méfiance –, conduisant *in fine* à une amélioration de la création de valeur de la firme.

Tableau 91 : Évolution de la longévité des « cumulards »

		2001	2002	2003	2004	2005
France	Moyenne	5,69	5,74	6,02	6,40	6,54
	Médiane	6,00	5,78	5,78	6,54	6,25
	Minimum	0	0	0	0	1,00
	Maximum	20,00	21,00	18,86	20,80	15,86
Allemagne	Moyenne	4,20	4,29	4,13	4,47	4,68
	Médiane	4,31	4,00	4,05	3,86	4,17
	Minimum	0	0	0	0	0
	Maximum	11,43	9,00	10,00	11,00	12,00

Source : nos propres recherches et calculs ; l'année observée a été exclue du décompte

Comme le montre le tableau précédent, la longévité moyenne des administrateurs multi-mandats du CAC 40 a connu une légère hausse durant la période étudiée (tableau 91). Si, en 2001, les « cumulards » siégeaient, en moyenne, depuis 5,69 ans dans les instances de contrôle des premières sociétés de l'Hexagone, ce niveau augmente, après, légèrement pour atteindre une moyenne de 6,54 ans en 2005. La répartition de cette variable parmi les « *Blue Chips* » françaises est pourtant très différente. Ainsi, les multimandataires de Danone siègent, en moyenne, depuis presque 16 ans (15,86) dans l'organe de contrôle dudit groupe. En revanche, les « cumulards » de STMicroelectronics se caractérisent par la longévité commune la plus faible (1 an).

Dans le cas de notre échantillon allemand, la longévité moyenne des administrateurs multimandats atteint, en 2005, un niveau de 4,68 années. Comparée aux sociétés françaises, la différence de presque deux ans est statistiquement significative au seuil de 1 % pour les années 2003, 2004 et 2005.⁴⁶¹ De plus, ce critère ne connaît qu'une très légère hausse dans les sociétés du DAX 30 au cours de notre période d'observation. Comme pour les entreprises françaises, la longévité des « cumulards » varie sensiblement d'une firme à l'autre. Ainsi, les multimandataires du groupe *Altana* y siègent, en moyenne, depuis 12 ans, tandis que ceux de *Deutsche Post* se caractérisent par une longévité moyenne très faible, n'atteignant que 1,33 an en 2005.

2.3.9 Le palmarès des « cumulards » français et allemands

Outre les diverses informations descriptives précitées, nous avons, à titre illustratif, également recensé, pour chacun des deux pays considérés, le palmarès des administrateurs multimandats exerçant parallèlement le plus de fonctions de direction et de contrôle (tableau 92). Le tableau révèle que les « cumulards » allemands les plus actifs, bien qu'ils soient répartis sur un indice boursier qui ne comprend que 30 sociétés, exercent davantage de mandats que leurs confrères français. Le classement est présidé, depuis 2002, par M. Manfred SCHNEIDER – ancien patron de *Bayer* – qui cumule, en 2005, sept mandats de contrôle dans les sociétés du DAX 30. Il est suivi par M. Gerhard CROMME – « contrôleur en chef » du géant sidérurgique *ThyssenKrupp* et ancien président de la commission fédérale sur le gouvernement d'entreprise – qui, lui, occupe, au cours de l'année 2005, six postes de surveillance dans ledit indice. Ajoutons que le tableau fait, de surcroît, ressortir que le classement ne varie pas beaucoup au cours des cinq années étudiées. Ainsi, les 25 mandats de contrôle figurant dans notre tableau se répartissent sur huit administrateurs seulement. Deux de ces « cumulards » – MM. Martin KOHLHAUSSEN et Manfred SCHNEIDER – y figurent, d'ailleurs, tout au long de la période observée.

⁴⁶¹ Pour les années 2001 et 2002, nous n'avons pu constater qu'une faible significativité des différences de moyennes de longévité nationales, la probabilité d'erreur étant inférieure à 10 %.

Tableau 92 : Évolution du palmarès des « cumulards »

	2001	2002	2003	2004	2005
France	J.-M. MESSIER 7,00	M. PÉBÉREAU 5,83	D. BOUTON 5,00	T. BRETON 5,00	M. PÉBÉREAU 5,00
	M. PÉBÉREAU 6,00	D. BOUTON 5,00	T. BRETON 5,00	M. PÉBÉREAU 5,00	C. BÉBÉAR 4,00
	M. FR.-PONCET 5,00	T. BRETON 5,00	M. PÉBÉREAU 5,00	D. BOUTON 4,33	D. BOUTON 4,00
	J. PEYRELEVADE 5,00	B. ROGER 5,00	J.-R. FOURTOU 4,33	C. BÉBÉAR 4,00	J.-R. FOURTOU 4,00
	B. ROGER 5,00	G. MESTRALLET 4,92	G. MESTRALLET 4,25	G. MESTRALLET 4,00	F. MAYER 4,00
Allemagne	K.-H. BAUMANN 6,75	M. SCHNEIDER 6,42	M. SCHNEIDER 7,00	M. SCHNEIDER 7,00	M. SCHNEIDER 7,00
	H. SCH.-NOELLE 6,00	K.-H. BAUMANN 6,00	K.-H. BAUMANN 6,00	K.-H. BAUMANN 6,00	G. CROMME 6,00
	R.-E. BREUER 5,00	M. KOHLHAUSSEN 6,00	G. CROMME 5,92	G. CROMME 6,00	U. HARTMANN 5,00
	M. KOHLHAUSSEN 5,08	H. SCH.-NOELLE 5,92	M. KOHLHAUSSEN 5,42	U. HARTMANN 5,00	H. von PIERER 4,75
	M. SCHNEIDER 4,58	R.-E. BREUER 5,50	H. SCH.-NOELLE 4,42	M. KOHLHAUSSEN 5,00	M. KOHLHAUSSEN 4,08

Source : nos propres recherches ; il s'agit, ici, des mandats de contrôle exercés dans l'année considérée ; décompte des mandats sur une base mensuelle

Côté français, les « cumulards » le plus actifs ne dépassent plus, depuis 2003, la barre des cinq mandats de contrôle. Cette évolution s'explique principalement par le fait que la mise en place, en 2001, de la loi NRE, qui limite, depuis, – avec un délai d'application de deux ans environ – le nombre de mandats cumulables à un total de cinq postes. De plus, l'analyse du tableau montre que les 25 fonctions retenues se répartissent sur un nombre plus important de « cumulards » (onze administrateurs). Cet aspect nous semble notamment dû au fait que l'indice boursier considéré comprend un nombre d'entreprises plus important. Dans la mesure où le cumul de mandats est parallèlement limité à cinq postes, la probabilité de rotation dans le palmarès des administrateurs multimandats nous paraît donc plus élevée.

Tout comme dans le cas du palmarès des « cumulards » allemands, nous avons, pourtant, pu identifier des mandataires figurant pendant plusieurs en tête du classement. Il s'agit, ici, notamment de M. Michel PÉBÉREAU – ancien PDG de la BNP Paribas – qui se trouve durant toute notre période d'observation dans le classement des cinq mandataires français les plus actifs. Il est suivi par les MM. Daniel BOUTON – PDG de la Société Générale – et Thierry BRETON – PDG du groupe France Télécom –, qui y figurent quatre et trois périodes respectivement.

Synthèse des résultats de l'analyse descriptive des échantillons nationaux :

- Les économies française et allemande se caractérisent par un nombre très important de liens interconseils connectant, pendant la période étudiée (2001-2005), sauf quelques exceptions, la grande majorité des sociétés au sein d'un réseau national.
- Tandis que le total des liens créés en France connaît une baisse de l'ordre de 14 % pendant la période d'observation (2001-2005), son nombre reste stable outre-Rhin.
- La distinction des relations selon leur nature révèle que la baisse des liens vers d'autres directoires (-17 %) est plus forte que ceux, établis vers d'autres organes de contrôle (-14 %). Comparé aux chiffres du CAC 40, la forte diminution, dans le DAX 30, des liens établis vers des équipes dirigeantes externes (-37 %) est compensée par une hausse des relations nouées avec d'autres conseils de surveillance (+4 %).
- La comparaison du nombre des liens interconseils qui sont établis, en moyenne, par mandataire, fait ressortir que le réseau d'administrateurs du DAX 30 est plus dense comparativement à celui du CAC 40, tant au niveau des relations directes qu'indirectes.
- À l'opposé des groupes financiers du CAC 40 qui n'occupent qu'une position moyenne au niveau des liens personnels directs, leurs concurrents allemands issus du DAX 30 constituent le pilier central du réseau des administrateurs exerçant des fonctions de direction externes. Quand on élimine ledit secteur, de grandes parties du réseau s'écroulent. Pour ce qui est du réseau des liens indirects, on ne peut, en revanche, confirmer l'image d'un rôle indispensable du secteur financier, quel que soit le côté du Rhin.
- Les « cumulards » représentent environ un quart et un tiers respectivement de la totalité des mandataires représentant les actionnaires dans le CAC 40 et dans le DAX 30. La quote-part des multimandataires femmes connaît une très légère tendance à la hausse au cours de la période étudiée, mais reste très faible en France et minime en Allemagne.
- Ni la moyenne d'âge de tous les administrateurs, ni celle des « cumulards » ne diffère significativement entre les deux échantillons. Avec une quote-part d'un quart environ, les administrateurs ayant, fin 2005, entre 60 et 64,9 ans, constituent le plus grand groupe.
- La part des administrateurs de nationalité étrangère connaît une légère hausse sur la période considérée, atteignant, fin 2005, un tiers environ dans le CAC 40 et un quart dans le DAX 30. En revanche, leur pourcentage reste négligeable au niveau des « cumulards ».
- Les « cumulards » français sont majoritairement diplômés de l'une des Grandes Écoles prestigieuses. Quant à leurs confrères allemands, deux-tiers d'entre eux disposent d'un doctorat, dont une majorité en droit ou en économie / gestion/. Comme cela semble être le cas pour les écoles élitistes en France, le doctorat semble donc constituer la carte d'entrée pour les postes les plus prestigieux dans le monde des grandes sociétés allemandes.

- Des deux côtés du Rhin, les « cumulards » ont nettement plus de chances – comparés aux mandataires « ordinaires » – d’occuper, au sein de l’organe de contrôle, des fonctions de responsabilité (présidence, vice-présidence, direction d’un comité consultatif...). Cependant, une très légère tendance à la baisse de la prédominance des « cumulards » peut être constatée au cours de notre période d’observation (2001-2005).
- Parmi les administrateurs multimandats, les mandataires n’exerçant que deux mandats de contrôle constituent le groupe le plus nombreux. Durant la période étudiée, leur quote-part varie autour de 55 % environ dans l’échantillon français (CAC 40) et de 39 % environ dans les sociétés composant le principal indice boursier allemand (DAX 30).
- Depuis 2003, plus aucun administrateur du CAC 40 n’occupe simultanément plus de cinq mandats de contrôle. De plus, les mandataires en charge d’au moins quatre fonctions ne représentent, fin 2005, pas plus de 14 % de l’ensemble des « cumulards ». Au niveau du DAX 30, 8 % environ des « cumulards » exercent au moins cinq mandats de contrôle. De surcroît, leur niveau reste relativement stable pendant les cinq années analysées.
- Selon l’année considérée, entre 7 % et 10 % des « cumulards » identifiés de part et d’autre du Rhin font partie de la Table ronde des industriels européens (*European Round Table of Industrialists, ERT*) et offrent ainsi, à bon nombre d’entreprises françaises et allemandes, la possibilité de profiter de cette source d’information privilégiée.
- Les décorations nationales sont fréquentes parmi les « cumulards » de l’Hexagone : les trois-quarts environ des multimandataires du CAC 40 sont titulaires de la Légion d’honneur et un « cumulard » sur deux est porteur de l’Ordre national du Mérite. Quant au DAX 30, seuls 10 % environ des multimandataires portent l’Ordre du Mérite de la République fédérale. En revanche, les titres académiques honorifiques semblent être très répandus outre-Rhin, leur pourcentage connaissant, cependant, une baisse pendant la période étudiée (passant de 27 % en 2001 à 21 % environ fin 2005).
- Durant la période observée, le pourcentage des « cumulards » du CAC 40 qui siègent dans l’organe de contrôle d’une société dans laquelle ils exerçaient auparavant une fonction exécutive, double, passe de 3,6 % en 2001 à 7 % en 2005. Quand on y ajoute les dirigeants internes actuels, la quote-part varie autour de 15 %. Au niveau du DAX 30, un dixième des multimandataires allemands étaient, avant d’être nommés au conseil de surveillance d’une entreprise, dirigeants de cette même société. Au total, ce phénomène concerne 53 % (2005) des firmes inscrites dans le premier indice boursier allemand.
- La longévité moyenne des administrateurs multimandats connaît, des deux côtés du Rhin, une légère augmentation au cours de notre période d’observation. Elle atteint, à la fin de l’année 2005, 6,5 ans dans le cas des « cumulards » des sociétés du CAC 40 et 4,7 ans au niveau des multimandataires siégeant dans les groupes du DAX 30.

Conclusion du chapitre 2

Ce chapitre nous a permis de mener d'importantes analyses descriptives des liens interconseils existant entre les firmes observées. Il s'agissait, dans un premier temps, d'étudier, sur une période quinquennale (2001-2005), les caractéristiques d'un échantillon franco-germanique comprenant les 70 sociétés du CAC 40 et du DAX 30. À partir de ces résultats, nous avons pu étudier, dans un second temps, les deux sous-échantillons nationaux et mettre en lumière les différences majeures existant entre les réseaux d'administrateurs de part et d'autre du Rhin.

L'analyse de notre échantillon global confirme l'importance supposée des liens interconseils en France et en Allemagne. Malgré une légère diminution de leur nombre total, ces structures relationnelles permettent ainsi de connecter la quasi-totalité des « *Blue Chips* » du CAC 40 et du DAX 30. Toutefois, les réseaux reposent essentiellement sur le partage d'administrateurs à fonction non exécutive, leur quote-part étant beaucoup plus élevée que celle des liens interconseils basés sur la nomination, comme mandataire, d'un dirigeant externe. La grande majorité des « cumulards » est de sexe masculin et possède les nationalités française ou allemande ; un douzième environ cumule des mandats des deux côtés du Rhin. Les multimandataires accèdent habituellement plus fréquemment aux postes de responsabilité dans les organes de contrôle.

Notre analyse des sous-échantillons fait ressortir plusieurs différences entre les relations interconseils françaises et allemandes. Ainsi, le constat d'une baisse des liens personnels se limite au CAC 40, alors que celles du DAX 30 restent stables au cours du temps. Distinguées selon leur forme, les relations basées sur la nomination d'un dirigeant externe se réduisent, en revanche, dans les deux pays. Cette tendance est, toutefois, compensée en Allemagne par une hausse des échanges d'administrateurs « ordinaires », alors que ce type relationnel connaît, lui aussi, une baisse dans l'Hexagone. Autre résultat intéressant : les groupes financiers n'occupent qu'une position moyenne en France, mais jouent un rôle vital outre-Rhin. Toutefois, le secteur financier ne domine plus au niveau des liens indirects, ni dans le CAC 40, ni dans le DAX 30. La quote-part, parmi les mandataires, des « cumulards » est plus élevée en Allemagne qu'en France. En raison de législations différentes, les administrateurs allemands les plus actifs cumulent, de surcroît, plus de mandats que leurs confrères français. Deux-tiers environ des multimandataires français sont diplômés d'une Grande École, alors que deux-tiers des « cumulards » allemands disposent d'un doctorat. De plus, les décorations nationales sont très répandues parmi les « cumulards » en France, tandis que les titres académiques d'honneur semblent dominer outre-Rhin.

L'objectif du chapitre suivant est de soumettre notre modèle théorique et nos hypothèses de recherche à une analyse économétrique approfondie. Pour vérifier leur validité, nous les testerons donc, *via* une analyse de données de *panel*, sur la base de nos échantillons : l'échantillon global et nos deux sous-échantillons nationaux (chapitre 3).

Chapitre 3 : L'impact des liens interconseils français et allemands sur la création de valeur : une analyse empirico-comparative

Ce dernier chapitre vise à présenter les tests empiriques que nous avons conduits pour évaluer tant la validité de nos hypothèses, que le pouvoir explicatif de notre modèle de recherche relative relativement aux effets des liens interconseils sur la performance. Pour ce faire, nous empruntons une démarche en deux étapes. Nous analyserons, d'abord, l'échantillon global composé de sociétés françaises et allemandes (section 1) et continuerons, par la suite, en étudiant, de manière séparée, chacun des échantillons nationaux (section 2).

Section 1 : Test de la validité du modèle de recherche : analyse de l'échantillon global

L'objectif de la première section consiste à présenter les tests empiriques réalisés pour examiner, sur la base de l'analyse d'un échantillon franco-allemand, la validité du modèle de recherche proposé. Après un bref rappel de la construction de cet échantillon et une présentation des analyses économétriques préliminaires, effectuées pour faire ressortir les procédures de spécification des coefficients de régression à retenir (sous-section 1.1), les principaux résultats de nos analyses empiriques seront mis en lumière et interprétés (sous-section 1.2).

1.1 Rappel de l'échantillon global et tests préliminaires

Dans la sous-section subséquente, il sera question de rappeler très brièvement la forme de l'échantillon global constitué et de détailler les analyses préliminaires que nous avons menées pour sélectionner les méthodes économétriques qui – compte tenu de la nature des données collectées – seront à appliquer pour tester la validité de modèle de recherche synthétique.

1.1.1 Rappel de la constitution de l'échantillon testé

Dans la mesure où les caractéristiques de l'échantillon global ont déjà été présentées de façon détaillée dans les deux premiers chapitres de cette partie, nous invitons le lecteur à s'y référer et nous nous contenterons, ici, de rappeler ses dimensions quantitatives clés. L'échantillon global s'étend sur cinq ans (2001-2005) et comprend les sociétés qui étaient cotées, le 31 décembre 2005, dans les indices boursiers CAC 40 et DAX 30. En raison de données manquantes pour une entreprise en 2001 (il s'agit, ici, du groupe sidérurgique Arcelor qui n'était pas encore fondé à

cette époque), l'échantillon bi-national regroupe finalement 349 observations (69 sociétés sur une période de cinq ans et une entreprise sur une période de quatre ans). Par conséquent, nos observations peuvent être qualifiées de données de *panel* sous forme non cylindrique.

1.1.2 Les tests économétriques préliminaires

Avant de procéder aux tests économétriques de nos données, il sera nécessaire de réaliser certaines analyses préliminaires, leur objectif étant d'éliminer d'éventuelles erreurs lors de la collecte des données pour garantir une analyse non biaisée des observations, ainsi que d'identifier, parmi les méthodes de *panel* existantes, la plus appropriée pour notre étude. Il s'agira, ici, notamment d'examiner l'échantillon global relatif aux aspects économétriques suivants :

- l'absence de multicolinéarité entre les variables explicatives,
- l'absence d'hétéroscédasticité entre les résidus, dont la confirmation justifierait l'application d'une procédure des moindres carrés ordinaires ;
- l'existence d'une distribution normale des résidus, et ;
- la sélection de la méthode d'analyse de *panel* à appliquer.

Vérification de l'absence de problèmes de multicolinéarité

Le premier test économétrique, qui a pour but de vérifier l'absence, dans l'échantillon global, d'éventuels problèmes de multicolinéarité, a été réalisé à travers la construction d'un facteur représentant l'intensité de variation de l'erreur d'une variable suite à sa corrélation avec d'autres (*variance inflation factor*, *VIF*). Le calcul du facteur *VIF* se fait de la manière suivante :

$$VIF_j = \frac{1}{1 - R_j^2}$$

Étant fonction de l'importance du coefficient de corrélation multiple (R_j) entre la variable explicative j et les autres variables indépendantes d'un modèle économétrique, le facteur *VIF* mesure donc « ... le degré d'augmentation de l'erreur standard en raison du degré de corrélation de X_j avec les autres prédicteurs » (EVRARD *et al.*, 2003, p. 496). Plus le facteur *VIF* est élevé, plus le problème de multicolinéarité entre les variables est censé être important. Dans la littérature, une valeur *VIF* supérieur à 10 est généralement considérée comme la preuve de la présence d'une multicolinéarité importante (CHATTERJEE / PRICE, 1991 ; KUTNER *et al.*, 2004). Cependant, dans certains travaux, la valeur de seuil retenue est plus faible (4 ou 5), l'argumentation étant qu'une valeur *VIF* de 10 révélerait déjà des problèmes de multicolinéarité très importants.

Pour vérifier l'existence de problèmes de multicolinéarité dans l'échantillon global, auquel cas l'hypothèse H_0 relative à son absence devrait être rejetée, nous avons calculé, à l'aide du logiciel économétrique GRETL, le niveau moyen du facteur *VIF*, ainsi que les valeurs *VIF* de chaque variable indépendante. Ces tests ont été conduits pour nos cinq sous-modèles (I à V), relatifs aux hypothèses sous-jacentes, l'objectif étant d'examiner, d'abord, la multicolinéarité pour chaque vision (disciplinaire et cognitive) séparément, puis pour la perspective synthétique.

Le premier modèle comprend nos variables disciplinaires principales (sous-modèle I). Dans le cas du second sous-modèle (sous-modèle II), les sous-hypothèses H_{1a} , H_{1b} , H_{2a} et H_{2b} , relatives à ces deux variables ont été retenues. Pour ce qui est du troisième sous-modèle, il représente uniquement les variables cognitives (sous-modèle III). Dans l'avant-dernier test (sous-modèle IV), ces variables ont été ajoutées à celles opérationnalisées par les hypothèses H_1 et H_2 . Enfin, le dernier modèle recouvre l'intégralité des variables explicatives disciplinaires et cognitives proposées et représente notre modèle de recherche complet (sous-modèle V). Le tableau ci-après résume les résultats de chacun des sous-modèles précités (tableau 93).

Tableau 93 : Tests de multicolinéarité : analyse de l'échantillon global

Variable	Hypo- thèse	Valeurs <i>VIF</i>				
		SM I	SM II	SMIII	SM IV	SM V
CUMUL_TOTAL	H1	1,724			2,074	
CUMUL_DIREC	H1a		1,634			1,685
CUMUL_CONTR	H1b		1,893			2,266
REPUT_TOTAL	H2	1,249			1,678	
REPUT_DIREC	H2a		1,915			2,206
REPUT_CONTR	H2b		1,555			1,713
INFO_FIRMES	H3			1,102	1,119	1,132
INFO_ERT	H4			1,218	1,340	1,345
INFO_ALTER	H5			1,788	2,103	2,152
COMPET_GENER	H6			1,316	1,473	1,523
COMPET_SPECI	H7			1,412	1,480	1,526
LONGEVITE	H8			1,571	1,679	1,687
TAILLE_CONSEIL	H9	1,529	1,535	1,530	1,594	1,595
REUNIONS	H10	1,348	1,385	1,500	1,524	1,560
COMITES	H11	1,259	1,306	1,348	1,362	1,411
AGE	H12	1,350	1,483	1,270	1,469	1,605
TAILLE_FIRME	H13	1,474	1,523	1,624	1,667	1,710
ACTION_DOMIN	H14	1,195	1,228	1,213	1,257	1,293
LIENS_FIN	H15	1,249	1,564	1,161	1,325	1,621
STRUCT_MON	H16	1,234	1,325	1,826	1,842	1,865
Minimum <i>VIF</i>		1,195	1,228	1,102	1,119	1,132
Maximum <i>VIF</i>		1,724	1,915	1,826	2,103	2,266
Moyenne <i>VIF</i>		1,361	1,529	1,420	1,562	1,661

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; SM = sous-modèle

Le tableau précédent montre que le phénomène de multicolinéarité ne semble pas constituer un problème majeur au niveau de nos données collectées. En effet, la moyenne des facteurs *VIF* des variables indépendantes varie, selon le test effectué, entre 1,36 et 1,66, se trouvant ainsi nettement en-dessous du seuil de dix, mais également en-dessous d'une valeur plus restrictive de quatre. La variable ayant la valeur *VIF* la plus élevée est la variable CUMUL_CONTR qui se caractérise, dans le dernier test, par une valeur *VIF* de 2,266. Cette valeur maximum se retrouve, elle aussi, bien éloignée du seuil critique d'un niveau *VIF* de quatre. Ajoutant que les niveaux *VIF* de nos variables explicatives doivent, de surcroît, être interprétés au regard du fait qu'il s'agit d'une analyse de l'échantillon sous forme de *panel*, à savoir composé de données à la fois transversales (coupes instantanées) et longitudinales (dimension temporelle). Dès lors, la probabilité de multicolinéarité y semble *a priori* nécessairement plus élevée, comparée à celle d'un échantillon comprenant un nombre de firmes comparables en coupes instantanées uniquement.

Au regard des résultats des tests présentés ci-dessus, nous constatons donc qu'il n'existe, dans notre modélisation, aucune variable se caractérisant par une valeur *VIF* supérieure à dix (et, par ailleurs, non plus d'une valeur *VIF* dépassant le niveau de quatre), et que la moyenne des facteurs *VIF* est loin de franchir le niveau de deux. Par conséquent, nous ne pouvons rejeter l'hypothèse d'absence de multicolinéarité entre nos variables indépendantes.

Vérification de l'absence d'hétéroscédasticité

Le test de l'absence d'hétéroscédasticité cherche à vérifier si la variance des résidus de nos variables explicatives est hétérogène auquel cas on parlerait d'une hétéroscédasticité. En revanche, le constat d'une variance homogène des résidus serait interprété comme preuve de l'existence d'une homoscedasticité des variables. La vérification de l'absence d'hétéroscédasticité est importante dans la mesure où une confirmation de son existence enfreindrait les conditions du modèle de régression linéaire et, par conséquent, empêcherait l'application de la méthode des moindres carrés ordinaires et risquerait d'aboutir à des estimations biaisées. Dans ce cas, la mobilisation d'autres méthodes d'estimation des coefficients de régression serait donc nécessaire.

Pour tester l'absence d'hétéroscédasticité, la littérature propose généralement d'avoir recours au test de *White*. Celui-ci se caractérise par l'estimation des résidus à travers le modèle des moindres carrés ordinaires et une régression du carré des résidus estimés sur les variables du modèle construit, sur leurs carrés et sur leurs produits croisés (SEVESTRE, 2002, pp. 37-38). L'hypothèse nulle H_0 admet que la statistique du test, égale à $N \cdot T \cdot R^2$ (N = taille de l'échantillon,

T = nombre de périodes considérées, R = qualité de régression), converge vers χ^2 à p degrés de liberté (p = nombre de variables explicatives). Si la quantité $N \cdot T \cdot R^2$ est supérieure au fractile de la loi χ^2 à p degrés de liberté, l'hypothèse H_0 doit être rejetée. Les résultats de l'analyse de nos variables par le test de *White* sont indiqués ci-après (tableau 94).

Tableau 94 : Tests d'hétéroscédasticité : analyse de l'échantillon global

sous-modèle	Variable dépendante : VAC				
	I	II	III	IV	V
R^2 non corrigé	0,246	0,332	0,452	0,537	0,698
$N \cdot T \cdot R^2$	85,861	115,768	157,877	187,271	243,755
valeur p	0,024	0,021	0,006	0,018	0,003
hétéroscédasticité ?	oui	oui	oui	oui	oui
sous-modèle	Variable dépendante : RCP_AJ				
	I	II	III	IV	V
R^2 non corrigé	0,516	0,779	0,844	0,880	0,937
$N \cdot T \cdot R^2$	180,210	271,735	294,707	307,063	326,965
valeur p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
hétéroscédasticité ?	oui	oui	oui	oui	oui

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRET

Au regard de nos statistiques de test, nous pouvons observer que la probabilité pour que le terme $N \cdot T \cdot R^2$ soit inférieur à la valeur de χ^2 n'est statistiquement significative pour aucune de nos deux variables à expliquer ($p < 0,05$). Par conséquent, l'hypothèse H_0 relative à l'absence d'hétéroscédasticité doit être rejetée pour l'ensemble des tests effectués. Cela signifie que nos variables dépendantes se caractérisent par une variance non homogène de leurs résidus. Précisons, ici, que le constat d'une hétéroscédasticité au niveau des résidus des variables explicatives n'est pas très surprenant dans la mesure où l'échantillon global est constitué d'entreprises issues de secteurs économiques différents et, de plus, originaires de pays différents.

Vérification de la normalité des résidus

Parallèlement aux tests précités, il convient de vérifier si les résidus de nos variables suivent une loi normale. À ce titre, nous proposons d'entamer le test de *Jarque-Bera*. Ce dernier cherche à tester la normalité des résidus en quantifiant, sur la base de l'analyse du coefficient d'aplatissement (C) et du degré de symétrie (S), l'écart des données observées des caractéristiques d'une distribution normale, la divergence étant calculée comme suit :

$$JB = \frac{n}{6} \left(C^2 + \frac{(S-3)^2}{4} \right)$$

La statistique de normalité *Jarque-Bera* (*JB*) est supposée suivre asymptotiquement une distribution de χ^2 avec deux degrés de libertés. Au cas où cette valeur statistique dépasserait le niveau de $\chi^2_{1-\alpha}$ (avec deux degrés de libertés), l'hypothèse nulle H_0 , qui suppose, pour un niveau d'erreur prédéfini de α , une normalité des résidus, devrait donc être rejetée.

Après avoir conduit, à l'aide du logiciel économétrique GRETL, des tests de normalité pour nos divers sous-modèles préconçus, force est de constater que les résidus de nos variables se caractérisent, pour l'ensemble des divers sous-tests et indépendamment de la variable à expliquer retenue, par une distribution normale (tableau 95).

Tableau 95 : Tests de normalité des résidus : analyse de l'échantillon global

sous-modèle	Variable dépendante : VAC				
	I	II	III	IV	V
χ^2	10,4	16,9	15,554	13,690	20,400
valeur p	0,006	0,000	0,000	0,001	0,000
normalité ?	oui	oui	oui	oui	oui
sous-modèle	Variable dépendante : RCP_AJ				
	I	II	III	IV	V
χ^2	3.866,1	4.017,8	4.025,5	4.037,0	3.965,5
valeur p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
normalité ?	oui	oui	oui	oui	oui

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL

En dépit de la confirmation de la normalité des résidus, les tests réalisés nous ont permis de faire ressortir plusieurs « cas déviants », à savoir des résidus standardisés allant au-delà d'un niveau de 2,5 unités d'écart-type. Si la qualité de nos modèles de régression généraux ne paraît pas détériorée par des valeurs déviantes, ces modèles paraissent, toutefois, inappropriés pour expliquer la présence des *outliers*. Pour remédier à ce problème, nous avons ainsi analysé chacune des valeurs aberrantes, l'objectif étant de vérifier s'il convient – pour des raisons économiques fondées – d'exclure ces observations ou s'il faut les maintenir dans notre analyse. Notons qu'une élimination justifiée des valeurs extrêmes conduirait vraisemblablement à une amélioration de la qualité globale des régressions. En revanche, l'absence d'arguments économiques étayant la décision de les exclure de l'échantillon, nécessiterait de garder ces valeurs déviantes dans les analyses empiriques, qu'elles nuisent à la qualité des tests ou non.

Chaque observation a été considérée en détail. Nous avons, d'abord, vérifié la collecte et l'enregistrement des données, ce qui n'a pas révélé d'erreurs. Ensuite, nous avons étudié, à l'aide du logiciel économétrique GRET, les résidus standardisés allant au-delà d'un niveau de 2,5 unités d'écart type, les valeurs aberrantes existant dans nos différentes régressions. À ce titre, nous avons pu constater que les déviations s'expliquent quasiment toutes par des événements exceptionnels faisant que l'entreprise s'écarte temporairement d'un déroulement économique « normal ». Les sociétés se caractérisant par des *outliers* sont indiquées dans le tableau suivant où elles ont été classées selon les sous-tests effectués et les exercices concernés (tableau 96).

Tableau 96 : Les valeurs déviantes : analyse de l'échantillon global

sous-modèle / variable dépendante : VAC											
I	ALC (03, 02, 01)		EADS (03)	FRT (03)	PUB (02)	VIV (03, 02)		IFX (03, 01)			
II	ALC (03, 02, 01)		EADS (03)	FRT (03)		VIV (03, 02)		IFX (03)			
III	ALC (03, 02)	ARC (02)	EADS (03)	FRT (03)		VIV (03, 02)	CON (03)	IFX (03, 01)			SAP (01)
IV	ALC (03, 02)		EADS (03)	FRT (03)		VIV (03)	CON (03)	IFX (03, 01)	MAN (03)		SAP (01)
V	ALC (03, 02)		EADS (03)	FRT (03)		VIV (03)	CON (03)	IFX (03)	MAN (03)		SAP (01)
sous-modèle / variable dépendante : RCP_AJ											
I	ALC (02)			FRT (03, 02)							
II	ALC (02)			FRT (03, 02)							
III	ALC (02)			FRT (03, 02)							
IV	ALC (02)			FRT (03, 02)							
V	ALC (02)			FRT (03, 02)							

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRET ; classement selon les sous-modèles testés ; années concernées entre parenthèses ; ALC = Alcatel, ARC = Arcelor, FRT = France Télécom, PUB = Publicis, VIV = Vivendi, CON = Continental, IFX = Infineon Technologies

Comme l'indique le tableau précédent, les cas déviants posent notamment problème lors de l'analyse de notre variable dépendante principale, à savoir la valeur actionnariale créée (VAC). Ici, nous pouvons constater, selon le test effectué, entre dix et onze *outliers*. En revanche, au niveau de la variable alternative à expliquer (RCP_AJ), le problème des valeurs déviantes ne touche que deux sociétés et, au total, uniquement trois exercices. Nous étudierons, ci-après, les sociétés en question et déciderons de leur maintien ou non dans nos analyses empiriques.

Alcatel (exercices 2001, 2002 et 2003)

Les documents officiels d'Alcatel révèle que la société a connu, lors des exercices 2001, 2002 et 2003, de fortes baisses de son chiffre d'affaires (-19 % en 2001, -35 % en 2002 et -24 % en 2003), engendrées notamment par une chute sensible des investissements dans l'infrastructure de télécommunication. Ledit effondrement du marché des télécoms en Europe s'est traduit par des résultats net catastrophiques atteignant, dans le cas d'Alcatel, des pertes importantes de respecti-

vement 4,963 Md € (2001), 4,745 Md € (2002) et 1,944 Md € (2003). Ces pertes s'expliquent essentiellement par des résultats financiers négatifs, des amortissements très importants des écarts d'acquisition, ainsi que des coûts de restructuration très élevés. Au regard de ces chiffres, il est peu surprenant qu'Alcatel ait nui à la richesse de ses actionnaires. Ainsi, la société a détruit, après prise en compte des coûts des fonds propres, 63 Md € environ en 2001 et 21 Md € environ en 2002. L'année 2003 permet de dégager une plus-value actionnariale d'environ 5 Md € ; montant qui se voit à nouveau baisser, dans les années suivantes, de respectivement 360 M € (2004) et 4,15 Md € (2005). Par conséquent, la VAC relative d'Alcatel est de -86,2 % en 2001, -91,8 % en 2002 et de +104,0 % en 2003. Ajoutons que le redressement, en 2003, ne s'explique pas par un résultat net positif – en effet, celui-ci est à nouveau négatif et atteint presque -2 Md € –, mais par l'anticipation d'un rebondissement des télécoms. Quand on regarde notre mesure de performance *ex post*, RCP_AJ, l'année qui pose problème est celle de 2002 (-79,2 %). Ceci s'explique par le fait que le calcul tient compte du montant moyen des fonds propres lors d'une période, ce qui permet de lisser les variations des capitaux d'une période à une autre.

Compte tenu du fait qu'il s'agit d'un événement exceptionnel (éclatement de la bulle spéculative au niveau des valeurs de communication et Internet) ayant fortement touché plusieurs secteurs d'activité, et notamment celui des télécoms, le pouvoir explicatif des réseaux d'administrateurs concernant la création de valeur nous paraît, pour une période limitée, être masqué par des effets économiques et financiers plus sensibles. Autrement dit, nous pensons que nos variables ne peuvent, au vu d'un tel événement, expliquer le même poids de la création de valeur qu'en période « normale ». Dès lors, nous proposons d'éliminer les années 2001, 2002 et 2003 lors de l'analyse de la VAC et l'exercice 2002 lors de l'analyse de la RCP_AJ.

Arcelor (exercice 2002)

La société Arcelor, qui est née d'une fusion, en février 2002, entre Aceralia Corporación Siderúrgica (Espagne), Aciéries Réunies de Burbach-Eich-Dudelange (Luxembourg) et Usinor, se caractérise en 2002 par une forte création de valeur (+72,5 % après prise en compte du coût du capital) qui va, de surcroît, à l'encontre de la moyenne du CAC 40 lors de cet exercice (-34,7 %). Deux raisons majeures expliquent ces chiffres très positifs. D'une part, l'anticipation des effets de synergie du nouveau groupe par les marchés financiers a suscité une envolée de son cours de Bourse. D'autre part, la comparaison, au niveau de la capitalisation boursière, avec l'année précédente se fait, en raison du fait que la nouvelle société n'est cotée que depuis le 18 février 2002, *via* le cumul des anciennes valeurs boursières. Or, une telle démarche tend à sous-estimer la valeur du nouveau groupe et conduit *ergo* à une surestimation de la performance. En raison de l'événement important que constitue cette fusion, nous sommes donc d'avis qu'il est judicieux d'exclure cette observation de l'analyse de la valeur actionnariale créée (VAC) *via* le sous-modèle III.

EADS (exercice 2003)

Les actionnaires du *leader* européen de l'industrie de l'aéronautique, de l'espace et de la défense, EADS, ont bénéficié, dans l'exercice 2003, d'une création de valeur très importante (+80,5 % après déduction du coût du capital). Ceci semble notamment dû à des succès commerciaux considérables tels que la signature de contrats d'exportation de leurs produits phare (*Eurofighter*, Tigre, *NH90*, *A400M*...). À ces aspects s'ajoute un rebond général des marchés financiers internationaux après l'annonce, en mars 2003, du début de l'invasion militaire en Irak, faisant que les titres d'EADS enregistrent une performance très supérieure à celle du CAC 40.

Néanmoins, nous pensons que, contrairement aux firmes précédentes, il ne s'agit pas, ici, d'événements économiques exceptionnels justifiant l'exclusion de l'observation de nos analyses, mais d'un simple cumul de conditions spécifiques et environnementales très favorables, conduisant à une création de richesse particulièrement forte. Dès lors, nous proposons de garder l'exercice 2003 du groupe EADS dans l'ensemble de nos tests économétriques.

France Télécom (exercices 2002 et 2003)

Pour ce qui est du groupe France Télécom, nous pouvons également constater une forte destruction de valeur durant l'exercice 2002 (-75,9 %, soit au total -39,3 Md €). Celle-ci est suivie par un fort rebondissement dans l'année suivante (+92,7 %, soit 18,4 Md €), la destruction de richesse relevant d'un résultat net catastrophique atteignant -20,736 Md € en 2002, pour regagner un niveau de +3,206 Md l'année d'après. La sensible perte, enregistrée en 2002, s'explique essentiellement par des dotations aux amortissements exceptionnelles des écarts d'acquisition à hauteur de -5,378 Md €, ainsi que des charges non opérationnelles de -12,849 Md € qui concernent l'acquisition d'autres opérateurs nationaux et étrangers tels qu'Équant, *GlobalOne*, *NTL* ou *MobilCom* ou *Wind*. De surcroît, l'intégration, dans le groupe, de la société britannique *Orange*, débutée en 2000 et finalisée en 2003, a aussi sensiblement contribué à la mauvaise performance au début du nouveau millénaire. Nous sommes d'avis que les événements précités doivent être considérés comme un cumul de situations exceptionnelles ayant, à travers une forte modification de l'ancienne structure de France Télécom, débouché sur une situation financière exceptionnellement désastreuse en 2002, ainsi que sur un fort rebond dans la période suivante. Ces événements risquent, en raison de leur importance, de masquer temporairement le pouvoir explicatif de notre modèle de recherche. Par conséquent, nous proposons d'éliminer l'exercice 2003 de France Télécom de l'ensemble des investigations empiriques portant sur la VAC, ainsi que les exercices 2002 et 2003 dudit groupe au niveau de nos analyses avec la variable à expliquer RCP_AJ.

Publicis (exercice 2002)

En raison d'un fort ralentissement de la conjoncture suite à l'écroulement de la bulle Internet, le groupe Publicis a enregistré, au cours de l'année 2002, une destruction de valeur nette de plus de 85 %. Cette dimension s'explique par une plus forte volatilité des titres de Publicis comparée à l'indice boursier CAC 40, qui s'ajoute à la tendance très baissière des marchés financiers internationaux. Contrairement à la variable VAC, la variable « alternative » RCP_AJ ne connaît pourtant pas de niveaux exceptionnels dans l'exercice 2002 (+6,7 %).

Malgré l'ampleur que prend la destruction de valeur en 2002, nous n'avons pas pu trouver d'événements commerciaux ou de raisons particulières justifiant l'exclusion de la société Publicis de nos analyses empiriques. Par conséquent, nous décidons de maintenir l'entreprise en question dans nos investigations empiriques, tant pour la VAC que pour la RCP_AJ.

Vivendi (exercices 2002 et 2003)

Pour ce qui est du groupe Vivendi, il connaît une destruction de valeur actionnariale d'environ 60 Md € en 2002 et d'environ 20 Md € en 2003, conduisant l'ancienne Compagnie Générale des Eaux au cours de l'exercice 2003 même au bord de l'insolvabilité. La chute financière relève majoritairement d'une politique de croissance excessive, menée auparavant par le président-directeur général M. Jean-Marie MESSIER, qui a entraîné une perte comptable de plus de 23 Md € en 2002, après une perte d'environ 14 Md € l'année précédente. Pour remédier à la situation, le groupe a décidé, outre le départ forcé de son premier dirigeant, des démantèlements et / ou des ventes de parts non négligeables de ses activités (*Vivendi Universal Publishing, Vivendi Universal Net, Vivendi Universal Entertainment...*), ainsi que la diminution successive de la participation dans sa filiale la plus importante, à savoir Vivendi Environnement.

Dans la mesure où ces opérations ont conduit à un changement radical de la structure du groupe Vivendi, nous pensons qu'il est judicieux d'exclure les exercices 2002 et 2003 de nos observations empiriques dans le cas de la variable à expliquer VAC. En revanche, au niveau de notre variable à expliquer « alternative », à savoir la RCP_AJ, nous maintiendrons, pour nos différentes analyses économétriques, la totalité des cinq exercices en question.

Continental (exercice 2003)

Dans l'exercice 2003, le groupe allemand pneumatique *Continental* enregistre une très forte création de valeur, atteignant une variation relative de +87,9 % (après déduction du coût des fonds propres) comparée à l'année précédente. Cette évolution s'explique essentiellement

par une forte envolée du cours de Bourse de la société durant l'année 2003. Celle-ci semble reposer sur trois aspects centraux : une reprise de la conjoncture au second semestre 2003, des perspectives de croissance favorables pour le groupe, ainsi que sa réintégration, depuis septembre 2003, dans le premier indice boursier allemand DAX 30.

En revanche, nous ne pouvons observer d'événements exceptionnels justifiant l'exclusion de l'exercice 2003 de nos analyses. De plus, l'étude de notre seconde variable à expliquer, la RCP_AJ, ne révèle aucun problème. En conséquence, l'année 2003 du groupe *Continental* sera maintenue dans nos différentes analyses économétriques.

Infineon Technologies (exercice 2003)

Pour ce qui est du groupe technologique allemand *Infineon Technologies*, ancienne société filiale de Siemens, il se caractérise, tout comme la société *Continental*, par une très forte création de valeur actionnariale lors de l'exercice 2003 (+3,85 Md €, soit +101,8 % après déduction du coût des capitaux propres). Cette évolution s'explique essentiellement par une reprise des investissements mondiaux dans le secteur des semi-conducteurs, accompagnée par un fort rebondissement des cotations boursières respectives après le *krach* des années précédentes. En revanche, nous n'avons pu trouver, dans le cas d'*Infineon Technologies*, d'événements exceptionnels et propres au groupe qui justifieraient l'élimination de l'exercice 2003 de nos analyses. Par conséquent, nous proposons de considérer tous les exercices de notre l'échantillon global.

MAN (exercice 2003)

L'exercice 2003 du fabricant d'équipements industriels bavarois *MAN (Maschinenfabrik Augsburg-Nürnberg)* ressemble à celui des groupes *Continental* et *Infineon Technologies*. Ainsi, le groupe *MAN* a créé, pendant l'année 2003, une valeur actionnariale nette d'environ 1,4 Md €, soit une hausse de 77,3 % après déduction des coûts des fonds propres. Cette très bonne performance s'explique, tout comme dans les exemples précédents, par une reprise générale de la conjoncture qui s'est traduite, dans le cas du géant industriel bavarois, par une forte envolée de son cours de Bourse. Ce dernier se voyait, de surcroît, stimulé par des spéculations relatives à des tentatives d'acquisition du groupe par des concurrents étrangers.

Toutefois, nous n'avons pu identifier d'événements économiques ou commerciaux exceptionnels étayant une élimination de l'exercice 2003 du fabricant d'équipements industriels de nos investigations empiriques. Par conséquent, nous avons décidé de maintenir l'année 2003 de *MAN* dans nos diverses analyses économétriques.

SAP (exercice 2001)

Enfin, le constructeur de logiciels bade-wurtembergeois *SAP (Systeme, Anwendungen und Produkte in der Datenverarbeitung)* se caractérise, en 2001, par une très forte création de valeur pour ses actionnaires (19,8 Md €, soit une hausse de +87,5 % après déduction du coût des capitaux propres). Cette performance s'explique, malgré la forte chute de l'économie mondiale suite aux événements du 11 septembre 2001 aux États-Unis, par un effet prolongé de la forte demande de logiciels professionnels pendant la période de boom 1999-2001. En revanche, nous ne pouvons, tout comme pour les exemples précédents, identifier d'événements propres à la firme qui explique cette bonne performance. L'analyse de notre variable « alternative » RCP_AJ confirme cette impression. Dès lors, nous avons décidé de garder l'exercice 2001 de la société *SAP* dans l'ensemble de nos investigations économétriques.

Vérification de la faisabilité d'une analyse des données via une méthode de *panel*

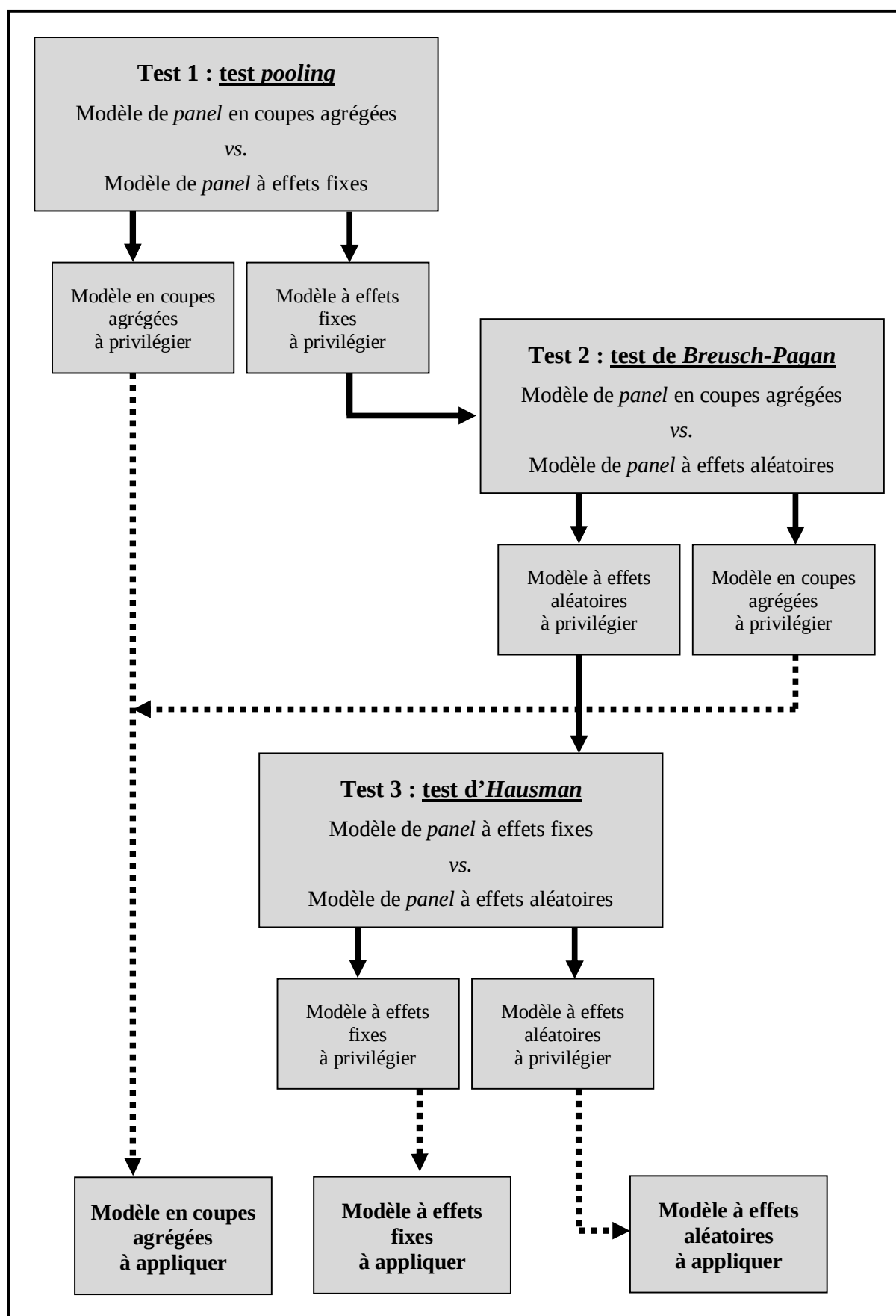
Outre l'étude des valeurs aberrantes, il convient de déterminer la méthode économétrique à appliquer pour analyser les données. Comme nous l'avons déjà indiqué lors de la description des échantillons, nous souhaitons étudier les observations à travers une analyse de *panel*. Dans la mesure où il existe plusieurs modèles de *panel* ayant des hypothèses plus ou moins contraignantes, il sera nécessaire de choisir la méthode la plus appropriée pour mener nos analyses. Concrètement, il sera question d'effectuer, dans l'ordre indiqué, les tests suivants (figure 56) :

- la comparaison d'un modèle de *panel* constitué de coupes transversales agrégées (modèle *pooling*) et analysé par la méthode des moindres carrés ordinaires, avec un modèle de *panel* à effets fixes ;
- la comparaison du modèle *pooling* avec un modèle de *panel* à effets aléatoires, et ;
- la comparaison entre les modèles de *panel* à effets fixes et à effets aléatoires.

Pour ce faire, nous avons eu recours au logiciel économétrique GRETL puisqu'il permet de réaliser l'ensemble des tests nécessaires. Le premier test – parfois aussi appelé test *pooling* – compare la pertinence d'un modèle en coupes transversales cumulées avec un modèle de *panel* à effets fixes, et permet ainsi de savoir s'il existe des spécificités individuelles (a_n) ou si celles-ci s'avèrent identiques ($a_n = a$) pour l'ensemble des observations retenues.⁴⁶²

⁴⁶² Les formalisations, présentées ci-après, des analyses de *panel* relèvent du manuel de manipulation du logiciel économétrique GRETL (2009, pp. 116-120).

Figure 56 : Procédure de sélection de la méthode de *panel* à appliquer



Source : notre propre figure

Le modèle de régression en coupes agrégées est opérationnalisé par une agrégation de vecteurs des variables explicatives et prend généralement la forme suivante :

$$y_{nt} = X_{nt} \cdot \beta + u_{nt}$$

avec $n = 1, \dots, N$ et $t = 1, \dots, T$

y_{nt} = variable expliquée
 X_{nt} = vecteur $1 \cdot k$ de variables explicatives
 β = vecteur $k \cdot 1$ de paramètres
 u_{nt} = perturbations aléatoires

Pour ce qui est du modèle de *panel* à effets fixes, il peut être écrit comme suit :

$$y_{nt} = X_{nt} \cdot \beta + \alpha_n + \varepsilon_{nt}$$

avec $n = 1, \dots, N$ et $t = 1, \dots, T$

y_{nt} = variable expliquée
 X_{nt} = vecteur $1 \cdot k$ de variables explicatives
 β = vecteur $k \cdot 1$ de paramètres
 α_n = composante individuelle
 ε_{nt} = perturbations aléatoires

L'hypothèse H_0 suppose que les constantes individuelles de chacune des variables explicatives sont identiques ($\alpha_n = \alpha$) pour l'ensemble des sociétés. En d'autres termes, on admet que l'impact des variables explicatives sur la performance est le même pour toutes les entreprises, quelle que soit la période considérée. Le rejet de cette hypothèse indiquerait alors qu'il existe au moins une observation (une société du DAX 30 ou du CAC 40) pour laquelle le dit principe de l'uniformité des caractéristiques inobservables ne peut être confirmé.

Afin de vérifier l'existence de spécificités individuelles identiques, nous proposons de mener un test de comparaison des moyennes de groupe agrégées. Pour ce faire, il sera nécessaire de calculer, dans un premier temps, pour chacune des entreprises observées et pour chaque variable (qu'elle soit dépendante ou indépendante) une moyenne arithmétique de groupe qui sera, ensuite, déduite de chaque variable. Sera estimé, après, un nouveau modèle de régression sans constante qui prend la forme suivante :

$$\tilde{y}_{nt} = y_{nt} - \bar{y}_n \quad \text{avec} \quad \bar{y}_n = \frac{1}{T_n} \cdot \sum_{t=1}^{T_n} y_{nt}$$

$\tilde{y}_{nt}$ = variable dépendante
 y_{nt} = variable expliquée
 $\bar{y}_n$ = moyenne agrégée
 T_n = observations par entreprise

Dans un second temps, on utilise les paramètres respectivement estimés $\hat{\beta}$ pour recalculer les estimations $\hat{\alpha}_n$ que l'on obtient par l'opération suivante :

$$\hat{\alpha}_n = \frac{1}{T_n} \cdot \sum_{t=1}^{T_n} (y_{nt} - X_{nt} \cdot \hat{\beta})$$

$\hat{\alpha}_n$ = composante individuelle
 T_n = observations par entreprise
 y_{nt} = variable expliquée
 X_{nt} = vecteur $1 \cdot k$ de variables explicatives
 $\hat{\beta}$ = vecteur $k \cdot 1$ de paramètres

Ces calculs permettent de comparer la régression en coupes transversales agrégées avec la nouvelle régression et de conclure sur la plausibilité d'une application de la première. Pour tester l'hypothèse H_0 , le logiciel économétrique GRETl propose de calculer une statistique F . Une valeur p proche de zéro indique, ici, que la méthode des coupes cumulées n'est pas appropriée pour traiter les données observées. Le tableau suivant synthétise nos tests (tableau 97).

Tableau 97 : Test de *pooling* : analyse de l'échantillon global

sous-modèle	Variable dépendante : VAC				
	I	II	III	IV	V
valeur F	1,263	1,254	1,148	1,102	1,046
valeur p	0,100	0,107	0,222	0,293	0,393
hypothèse H_0	acceptée	acceptée	acceptée	acceptée	acceptée
sous-modèle	Variable dépendante : RCP_AJ				
	I	II	III	IV	V
valeur F	5,043	4,706	5,615	5,510	5,072
valeur p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
hypothèse H_0	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée

Source : nos propres tests avec le logiciel GRETl économétrique ; après élimination des valeurs aberrantes

En ce qui concerne notre variable à expliquer VAC, le tableau 97, montre que la valeur p dans chacun des sous-modèles testés est supérieure à zéro. Par conséquent, l'hypothèse H_0 doit être acceptée, ce qui nous conduit à conclure en faveur de l'application d'un modèle en coupes transversales agrégées. En revanche, au niveau de notre mesure de performance *ex post* RCP_AJ, l'hypothèse H_0 doit – à l'exception du sous-modèle II – être globalement rejetée. Autrement dit, une analyse sous forme de *panel* paraît plus pertinente pour étudier l'impact des liens interconseils sur la rentabilité des fonds propres ajustée pour le risque.

Dans le cas de notre variable à expliquer alternative, à savoir la RCP_AJ, il sera donc nécessaire de conduire des tests supplémentaires permettant de savoir laquelle des deux méthodes de régression de *panel* précitées est à appliquer. À cette fin, nous proposons d'effectuer le test de *Breusch-Pagan*. Pour identifier la méthode à retenir, ce test consiste à comparer une régression en coupes transversales agrégées avec un modèle de *panel* à effets aléatoires.

Développé à la fin des années 70 par BREUSCH / PAGAN (1979), ce test représente l'équivalent du test F précédemment décrit. Concrètement, il s'agit d'un test économétrique calculant un multiplicateur de Lagrange (LM). L'hypothèse H_0 admet qu'il n'existe pas d'hétérogénéité inobservée pour les entreprises considérées. Le rejet de cette hypothèse conduirait alors à conclure en faveur d'un modèle de *panel* à effets aléatoires pour expliquer la relation analysée. La statistique LM est calculée comme suit :

$$LM = \frac{NT}{2 \cdot (T - 1)} \cdot \left[\frac{T^2 \cdot \sum_{i=1}^N \bar{\hat{u}}_i^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{u}_{it}^2} - 1 \right]^2$$

N = nombre de firmes observées
 T = nombre de périodes considérées
 $\bar{\hat{u}}_i$ = moyenne de résidus
 $\hat{u}_{it}$ = résidu individuel

La statistique de *Breusch-Pagan* (LM) est supposée suivre asymptotiquement une distribution de χ^2 avec un degré de liberté. Lorsque la statistique LM dépasse la valeur critique relative à une distribution de χ^2 avec à un seul degré de liberté, il convient alors de rejeter l'hypothèse H_0 et d'accepter l'hypothèse alternative selon laquelle il existe une variabilité des variances des spécificités individuelles par variable explicative au cours de la période étudiée. Les résultats des tests de *Breusch-Pagan* que nous avons effectués pour chacun de nos cinq sous-modèles explicatifs, sont indiqués dans le tableau subséquent (tableau 98).

Tableau 98 : Tests de *Breusch-Pagan* : analyse de l'échantillon global

sous-modèle	Variable dépendante : VAC				
	I	II	III	IV	IV
valeur LM	1,224	2,329	0,378	1,174	2,136
valeur p	0,269	0,127	0,539	0,279	0,144
hypothèse H_0	acceptée	acceptée	acceptée	acceptée	acceptée
sous-modèle	Variable dépendante : RCP_AJ				
	I	II	III	IV	IV
valeur LM	94,253	73,862	107,401	101,761	74,648
valeur p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
hypothèse H_0	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; après élimination des valeurs aberrantes

Dans le cas de notre variable indépendante principale, VAC, le test de *Breusch-Pagan* révèle qu'une analyse des données sous forme de coupes transversales cumulées sera suffisante. Notons qu'au regard des résultats du *pooling* test précédent, un tel résultat n'est, par ailleurs, pas très surprenant, mais pouvait être attendu. En revanche, concernant notre variable à expliquer RCP_AJ, les tests révèlent que l'hypothèse H_0 doit être rejetée. Dès lors, les spécificités individuelles des observations relatives à au moins une variable semblent différentes pour les firmes étudiées. Le rejet de l'hypothèse H_0 conduit alors à conclure qu'un modèle de *panel* à effets aléatoires paraît plus approprié qu'un modèle à coupes transversales agrégées.

Après avoir mené des analyses *pooling* et des tests de *Breusch-Pagan*, il reste à réaliser une dernière série de tests nous indiquant lequel des deux modèles de *panel* proposés dans le cas de la variable à expliquer « alternative » RCP_AJ doit être appliqué pour nos investigations empiriques. Pour ce faire, il sera nécessaire de mener un test *d'Hausman*.

Développé à la fin des années 70 par HAUSMAN (1978), ce test constitue un outil de spécification permettant de vérifier si les effets individuels estimés sont corrélés avec les autres régresseurs. Autrement dit, il s'agit, de discriminer, à l'aide d'une matrice variance-covariance représentant la différence entre les deux estimateurs précédemment obtenus, les effets fixes et aléatoires. Pour ce faire, le test propose de calculer une statistique Q_H qui suit asymptotiquement une loi de χ^2 avec N degrés de liberté, N étant le nombre de régresseurs dans le modèle. Si la statistique Q_H est supérieure au fractile de la loi de χ^2 , l'hypothèse H_0 doit être rejetée et l'adoption d'effets fixes individuels privilégiée. Dans le cas contraire, on accepte l'hypothèse H_0 et on peut alors conduire des analyses empiriques en retenant une méthode de *panel* à effets aléatoires. La statistique Q_H est généralement calculée comme suit :

$$Q_H = (\vec{\beta}_{FE} - \vec{\beta}_{RE})' \cdot \left(\hat{V}(\vec{\beta}_{FE}) - \hat{V}(\vec{\beta}_{RE}) \right)^{-1} \cdot (\vec{\beta}_{FE} - \vec{\beta}_{RE})$$

$\vec{\beta}_{FE}$ = vecteur des estimateurs du modèle à effets fixes

$\vec{\beta}_{RE}$ = vecteur des estimateurs du modèle à effets aléatoires

$\hat{V}(\vec{\beta}_{FE})$ = matrice de variance-covariance des estimateurs du modèle à effets fixes

$\hat{V}(\vec{\beta}_{RE})$ = matrice de variance-covariance des estimateurs du modèle à effets aléatoires

Le tableau subséquent synthétise les résultats des tests d'*Hausman* que nous avons conduits (tableau 99) pour nos cinq sous-modèles constitués. Rappelons que dans la mesure où les tests précités nous ont déjà indiqué que la méthode en coupes transversales agrégées est à privilégier pour analyser l'impact des variables dépendantes sur notre variable à expliquer VAC, nous n'attendons *a priori* pas de résultats contraires du test d'*Hausman*. En revanche, ledit test est censé nous indiquer laquelle des méthodes de *panel* (effets fixes ou aléatoires) est à retenir dans le cas de notre mesure de performance *ex post*, à savoir la RCP_AJ.

Tableau 99 : Tests d'*Hausman* : analyse de l'échantillon global

sous-modèle	Variable dépendante : VAC				
	I	II	III	IV	V
valeur Q_H	42,970	51,066	30,123	34,392	36,804
valeur p	0,000	0,000	0,007	0,005	0,006
hypothèse H_0	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée
sous-modèle	Variable dépendante : RCP_AJ				
	I	II	III	IV	V
valeur Q_H	26,130	35,218	37,048	38,788	51,568
valeur p	0,004	0,000	0,001	0,001	0,000
hypothèse H_0	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; après élimination des valeurs aberrantes

Le tableau 99 révèle pourtant plusieurs surprises. Ainsi, l'hypothèse H_0 doit être rejetée pour nos deux variables à expliquer (VAC et RCP_AJ), indiquant qu'un modèle de *panel* à effets fixes serait à privilégier. Or, le test de *Breusch-Pagan* nous avait déjà fait conclure en défaveur d'un modèle de *panel* à effets fixes pour la variable RCP_AJ. Nous nous retrouvons ainsi confronté à des résultats peu concluants : au niveau du modèle basé sur la variable VAC, la méthode des coupes transversales agrégées est à appliquer, tandis que dans le cas du modèle basé sur la RCP_AJ, aucune des trois méthodes précitées ne semble conduire à des résultats pertinents. Pour remédier à ce problème, nous proposons d'appliquer la méthode des coupes transversales cumulées en moindres carrés pondérées. Nous expliquerons notre démarche ci-après.

Présence d'hétéroscédasticité et estimation par les moindres carrés pondérés

Suivant les résultats des tests précités, il était recommandé de réaliser, dans le cas de notre variable VAC, des analyses en coupes transversales agrégées. Or, les tests d'homoscédasticité nous ont montré que les résidus dans les sous-modèles respectifs sont – tout comme ceux dans le cas de notre variable RCP_AJ – de nature hétérogène auquel cas la méthode des moindres carrés ordinaires ne peut être appliquée. Dans le cas où l'hypothèse d'absence d'hétéroscédasticité doit être rejetée, c'est généralement la méthode des moindres carrés pondérés qui est supposée produire les meilleurs estimateurs (SEVESTRE, 2002, p. 38).

Pour pouvoir appliquer la méthode des moindres carrés pondérés, il est, cependant, nécessaire de connaître la nature de l'hétéroscédasticité car celle-ci détermine le type de pondération à réaliser. Dans le cas d'observations « classiques », qui sont analysées par les moindres carrés ordinaires, la forme de l'hétéroscédasticité est déterminée par l'identification de la variable dépendante contribuant le plus à la variance des erreurs. Le test de *Glejser* permet, ensuite, de voir laquelle des formes d'hétéroscédasticité est à retenir pour réaliser la pondération.

Dans le cas des observations en coupes agrégées, cette démarche ne peut, cependant, être appliquée de la même manière. Ici, le logiciel économétrique GRETL nous propose d'effectuer une pondération selon les variances estimées des erreurs des coupes transversales respectives. Cette méthode permet de rendre compte des caractéristiques spécifiques des données collectées sous forme de *panel*. En effet, une pondération qui tient compte du fait que nous disposons, pour chacune des sociétés considérées, de cinq observations consécutives, nous semble plus pertinente qu'une pondération « standard » traitant les cinq années collectées, pour chaque société des principaux indices boursiers français et allemand, indépendamment l'une de l'autre.⁴⁶³

⁴⁶³ L'analyse des matrices de covariance suivant la méthode d'ARELLANO nous a permis de globalement confirmer l'absence d'auto-corrélation entre les variables explicatives.

1.2 Analyse empirique de l'échantillon global

Pour analyser notre échantillon global, nous emprunterons une démarche en cinq étapes, l'objectif étant de considérer, de manière détaillée, chacun des sous-modèles constitués. À ce titre, nous tenons à préciser que nous nous limiterons à l'analyse des variables disciplinaires et cognitives, mais n'analyserons les variables médiatrices et de contrôle qu'à la fin.

1.2.1 Analyse des sous-modèles disciplinaires

Nous commencerons l'analyse par étudier le premier sous-modèle qui comprend, outre les variables médiatrices et de contrôle, nos variables disciplinaires principales (tableau 100). Comme le montre le tableau subséquent, le coefficient de détermination ajusté R^2 de la régression effectuée sur la variable VAC est beaucoup plus faible (0,097) que celui du modèle portant sur la variable « alternative » RCP_AJ (0,386). Cet écart s'explique, à notre avis, par le fait que la mesure de performance VAC constitue un indicateur *ex ante* qui, basé exclusivement sur des valeurs de marché, incorpore davantage d'anticipations qu'un indicateur partiellement composé d'éléments comptables. Par conséquent, nos variables dépendantes semblent refléter une moindre part de la création de valeur. Néanmoins, les valeurs F des tests de *Fisher* nous indiquent que nos régressions sont globalement de bonne qualité. De surcroît, les valeurs VIF de nos variables sont très faibles, témoignant ainsi de l'absence de problèmes de multicolinéarité importants.

Pour ce qui est de notre variable explicative disciplinaire CUMUL_TOTAL, les tests t de *Student* font ressortir un effet négatif sur la performance, que celle-ci soit mesurée par un critère *ex ante* (VAC) ou *ex post* (RCP_AJ). Cependant, la première relation détectée n'est que faiblement significative, la probabilité d'erreur étant inférieure à 10 %, mais supérieure à 5 %. Les coefficients de régression standardisés β sont plutôt faibles. Ainsi, l'augmentation du nombre de mandats de direction et de contrôle, exercés en moyenne par administrateur, d'un poste conduit à une diminution de la création de valeur d'environ 5 % dans une perspective *ex ante* et de 3 % dans une optique *ex post*. La réaction, face au cumul des mandats, des acteurs sur les marchés financiers paraît donc plus négative que ce qu'indique l'analyse *ex post* de la performance, cette dernière étant mesurée par la rentabilité des capitaux propres ajustée pour le risque.

Au vu des résultats précités, nous pouvons valider, pour le sous-modèle I, l'hypothèse H_1 relative aux effets des liens interconseils sur l'efficacité de l'organe de contrôle. Ainsi, le nombre de mandats de direction et de contrôle, cumulés en moyenne par un administrateur représentant le côté actionnarial, a un impact faiblement négatif sur la création de valeur dans une optique *ex ante* et une incidence nettement négative dans une optique *ex post*. Nos résultats vont de pair avec les

conclusions d'une étude récente, menée par FICH / SHIVDASANI (2006). Selon ces auteurs, le cumul de mandats se traduirait, en raison d'une baisse des efforts des administrateurs à surveiller l'équipe dirigeante, par des coûts d'agence plus importants, débouchant *in fine* sur une moindre création de valeur. En revanche, nos résultats s'opposent aux analyses de VAFEAS (1999), FER-RIS *et al.* (2003), NGUYEN-DANG (2006) et KIEL / NICHOLSON (2006) qui ne trouvent aucune relation significative entre le cumul de mandats (de tout type) et la performance.

Tableau 100 : Tests empiriques du sous-modèle I : l'échantillon global

sous-modèle I	Variable dépendante : VAC		Variable dépendante : RCP_AJ		facteur VIF
	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	
constante	0,2203 (0,3440)	0,646 (0,5222)	0,4776*** (0,0779)	6,132 (0,0000)	-
CUMUL_TOTAL	-0,0493* (0,0281)	-1,754 (0,0803)	-0,0301*** (0,0063)	-4,796 (0,0000)	1,724
CUMUL_DIRECT					
CUMUL_CONTR					
REPUT_TOTAL	0,0019 (0,0017)	1,145 (0,2530)	0,0006 (0,0005)	1,162 (0,2459)	1,249
REPUT_DIRECT					
REPUT_CONTR					
INFO_FIRMES					
INFO_ERT					
INFO_ALTER					
COMPET_GENER					
COMPET_SPECI					
LONGEVITE					
TAILLE_CONSEIL	-0,0004 (0,0035)	-0,108 (0,9142)	-0,0004 (0,0009)	-0,406 (0,6851)	1,529
REUNIONS	0,0131* (0,0074)	1,774 (0,0770)	-0,0080*** (0,0020)	3,970 (0,0001)	1,348
COMITES	0,0529*** (0,0138)	3,823 (0,0002)	0,0106*** (0,0034)	3,095 (0,0021)	1,259
AGE	-0,0046 (0,0052)	-0,880 (0,3797)	-0,0034*** (0,0012)	-2,939 (0,0035)	1,350
TAILLE_FIRME	-0,0055 (0,0101)	-0,546 (0,5855)	-0,0123*** (0,0027)	-4,523 (0,0000)	1,474
ACTION_DOMIN	-0,1561*** (0,0273)	-5,709 (0,0000)	0,0099 (0,0066)	1,504 (0,1335)	1,195
LIENS_FIN	0,0258 (0,0400)	0,647 (0,5182)	-0,0316*** (0,0100)	-3,168 (0,0017)	1,249
STRUCT_MON	-0,0260 (0,0278)	-0,934 (0,3508)	0,0267*** (0,0077)	3,479 (0,0006)	1,234
Observations	342		346		
R ² (en %)	0,123 (12,3 %)		0,404 (40,4 %)		
R ³ corrigé (en %)	0,097 (9,7 %)		0,386 (38,6 %)		
F (valeur p)	4,663*** (0,000)		22,681*** (0,000)		

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; méthode des moindres carrés pondérés en coupes transversales agrégées ; ***/**/* = significativité à 1 % / 5 % / 10 %

En ce qui concerne la seconde variable disciplinaire, REPUT_TOTAL, nous n'avons pu trouver d'effets significatifs sur la création de valeur, ni par l'analyse d'un indicateur de performance *ex ante*, ni par la régression sur un critère *ex post*. Autrement dit, l'impact supposé positif du marché du travail externe des états-majors qui récompenserait les administrateurs disposant des meilleures compétences en termes de contrôle par l'attribution de davantage de mandats, n'a pu être confirmé. L'hypothèse H₂ ne peut donc être validée pour le sous-modèle I. Par conséquent, nous ne pouvons confirmer ni les travaux concluant en faveur d'un fonctionnement globalement efficace du marché du travail externe des états-majors (BROWN / MALONEY, 1999 ; FICH / SHIVDASANI, 2006), ni les résultats d'auteurs mettant en avant certaines inefficiences dudit marché (BARNEA / GUEDJ, 2009 ; HWANG / KIM, 2009). Cela s'explique, à notre avis, tant par la considération d'une mesure globale des liens, constituée de mandats de direction et de contrôle, que par l'absence, dans le sous-modèle I, de variables disciplinaires et cognitives supplémentaires susceptibles d'enrichir la qualité des régressions. L'analyse du sous-modèle II montrera si l'affinement des variables disciplinaires permet d'obtenir des réponses plus claires concernant l'incidence du niveau de compétences en termes de contrôle des « cumulards ».

Le tableau suivant (tableau 101) synthétise les résultats des tests du sous-modèle II. Au moyen de variables disciplinaires affinées, nous avons étudié, ici, le phénomène du cumul de postes en distinguant entre les postes exécutifs externes (hypothèse H_{1a}) et les mandats de contrôle externes (hypothèse H_{1b}). Pour tester l'effet de réputation concernant l'occupation simultanée de plusieurs postes, nous avons procédé de la même manière, à savoir en distinguant entre les compétences *managériales* (hypothèse H_{2a}) et de contrôle (hypothèse H_{2b}). Comparée au premier modèle, la qualité des régressions s'est améliorée, le coefficient R² atteignant 0,161 dans le cas du critère de performance *ex ante* VAC et 0,403 pour la variable *ex post* RCP_AJ. Dans la mesure où le nombre de variables a augmenté, ce gain de pouvoir explicatif n'est, d'ailleurs, pas surprenant. Les tests de *Fisher* confirment la bonne qualité des régressions, les valeurs *F* étant significatives avec une probabilité d'erreur inférieure à 1 %. De surcroît, aucune des variables dépendantes ne se caractérise par un niveau *VIF* supérieur à 2, la moyenne étant de 1,529. Ces chiffres indiquent l'absence de problèmes majeurs de multicolinéarité entre les variables explicatives.

Après l'intégration des variables disciplinaires affinées, nous obtenons des résultats plus concluants concernant les effets disciplinaires des réseaux d'administrateurs. Ainsi, nous observons un lien négatif entre le cumul de mandats de direction et la performance, que cette dernière soit mesurée dans une optique *ex ante* ou *ex post*. Cet effet est statistiquement significatif avec une probabilité d'erreur inférieure à 1 %. De surcroît, l'impact sur la VAC s'avère plus important que l'incidence sur la RCP_AJ. Ainsi, les marchés semblent interpréter la présence d'administrateurs multimandats occupant parallèlement des fonctions *managériales* externes de façon plus négative que ce que révèle l'analyse d'une mesure de performance mixte de valeurs comptables et de mar-

ché (RCP_AJ). En revanche, nous constatons, avec une certaine surprise, que le cumul de mandats de contrôle externes n'a pas d'impact significatif sur la création de valeur. Alors que nous pouvons confirmer l'hypothèse H_{1a}, il n'en va donc pas de même pour l'hypothèse H_{1b}.

Tableau 101 : Tests empiriques du sous-modèle II : l'échantillon global

sous-modèle II	Variable dépendante : VAC		Variable dépendante : RCP_AJ		facteur VIF
	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	
constante	0,6742* (0,3577)	1,885 (0,0603)	0,6556*** (0,0867)	7,565 (0,0000)	-
CUMUL_TOTAL					
CUMUL_DIREC	-0,4402*** (0,1228)	-3,584 (0,0004)	-0,1566*** (0,0296)	-5,290 (0,0000)	1,634
CUMUL_CONTR	0,0018 (0,0314)	0,056 (0,9554)	-0,0016 (0,0077)	-1,508 (0,1326)	1,893
REPUT_TOTAL					
REPUT_DIREC	-0,0260*** (0,0074)	-3,518 (0,0005)	-0,0086*** (0,0022)	-3,861 (0,0001)	1,915
REPUT_CONTR	0,0091*** (0,0022)	4,055 (0,0001)	0,0033*** (0,0088)	3,924 (0,0001)	1,555
INFO_FIRMES					
INFO_ERT					
INFO_ALTER					
COMPET_GENER					
COMPET_SPECI					
LONGEVITE					
TAILLE_CONSEIL	0,0002 (0,0035)	0,058 (0,9539)	-0,0012 (0,0009)	-1,407 (0,1602)	1,535
REUNIONS	0,0181** (0,0072)	2,531 (0,0119)	-0,0065*** (0,0021)	-3,147 (0,0018)	1,385
COMITES	0,0391*** (0,0136)	2,879 (0,0042)	0,0075** (0,0032)	2,321 (0,0209)	1,306
AGE	-0,0091* (0,0053)	-1,738 (0,0831)	-0,0063*** (0,0013)	-4,878 (0,0000)	1,483
TAILLE_FIRME	-0,0144 (0,0101)	-1,427 (0,1546)	-0,0111*** (0,0026)	-4,220 (0,0000)	1,523
ACTION_DOMIN	-0,1776*** (0,0273)	-6,507 (0,0000)	0,0025 (0,0066)	0,3719 (0,7102)	1,228
LIENS_FIN	0,0685 (0,0416)	1,644 (0,1011)	-0,0158 (0,0099)	-1,593 (0,1121)	1,564
STRUCT_MON	0,0139 (0,0290)	0,480 (0,6313)	0,0342*** (0,0079)	4,351 (0,0000)	1,325
Observations	342		346		
R ² (en %)	0,190 (19,0 %)		0,424 (42,4 %)		
R ³ corrigé (en %)	0,161 (16,1 %)		0,403 (40,3 %)		
F (valeur p)	6,445*** (0,000)		20,434*** (0,000)		

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; méthode des moindres carrés pondérés en coupes transversales agrégées ; ***/**/* = significativité à 1 % / 5 % / 10 %

Compte tenu de ces résultats, force est de constater que le cumul de mandats de direction externes nuit à la performance, alors que l'occupation simultanée de mandats de contrôle n'a pas d'effets sur la création de valeur. Cette distinction selon la nature des mandats permet de mettre en lumière les conséquences différentes du cumul de postes sur l'efficacité, en termes de surveillance, de l'organe de contrôle. D'un point de vue disciplinaire, la nomination de mandataires à fonctions exécutives serait alors à éviter. Nos résultats confirment les travaux indiquant que le

cumul de postes de contrôle par les dirigeants diminue les efforts de surveillance. L'inefficience se manifesterait, par exemple, par des niveaux de rémunérations plus élevés (HALLOCK, 1997 ; CORE *et al.*, 1999 ; FICH / WHITE, 2003 ; BRICK *et al.*, 2006 ; BALSMEIER / PETERS, 2009 ; BARNEA / GUEDJ, 2009 ; ENTORF *et al.*, 2009) et / ou des taux de départ forcé des dirigeants plus faibles (FICH / WHITE, 2003 ; NGYUEN-DANG, 2006) et se traduirait, *in fine*, par une moindre création de valeur (PAQUEROT, 1996).

L'analyse du second levier disciplinaire révèle, elle aussi, des résultats intéressants. Ainsi, le marché du travail externe des administrateurs semble en effet récompenser les « contrôleurs » disposant des meilleures compétences en termes de contrôle, par l'attribution de davantage de mandats (REPUT_CONTR). La relation observée entre le nombre de postes externes exercés par administrateur et la création de valeur est significativement positive pour nos deux mesures de performance, les probabilités d'erreur étant inférieures à 1 %. Tout comme pour la variable reflétant le cumul actuel de mandats de contrôle, l'incidence des postes cumulés par un multimandataire tout au long de sa carrière professionnelle s'avère trois fois plus forte dans le cas de la variable VAC que dans celui du critère RCP_AJ. En d'autres termes, l'anticipation du cumul de mandats de contrôle par les marchés financiers paraît à nouveau plus importante que l'effet de performance *ex post*, mesuré à travers la rentabilité des fonds propres. Contrairement à la variable REPU_CONTR, l'impact du nombre de mandats exécutifs cumulés par un administrateur au cours de sa carrière (REPUT_DIREC) est significativement négatif pour les deux critères de performance, le coefficient β étant trois fois plus élevé dans le cas de la régression basée sur la VAC que dans celle, effectuée sur la RCP_AJ. Les acteurs sur les marchés financiers paraissent donc interpréter la présence de « cumulards » expérimentés dans le domaine du *management* de façon plus négative que ce que révèle l'analyse *ex post* de l'effet de ce type d'administrateur sur la création de valeur. Les résultats précités nous conduisent à deux conclusions :

- le cumul de mandats de direction externes par un administrateur entraîne une détérioration de la discipline et, *in fine*, de la création de valeur, tandis que l'exercice parallèle de plusieurs mandats de contrôle externes n'a pas d'impact sur la performance ;
- les compétences d'un administrateur multimandats en termes de contrôle contribuent positivement à la création de valeur, alors que l'expérience *managériale* d'un « cumulard » réduit l'efficacité de l'organe de contrôle et nuit ainsi à la création de valeur.

Nos conclusions relatives à l'effet négatif du cumul d'un nombre important de fonctions exécutives par un administrateur durant sa carrière sont complémentaires à celles de PAQUEROT (1996). En analysant 120 dirigeants français en 1993, cet auteur trouve que le nombre de mandats de contrôle exercés par un dirigeant durant sa carrière n'a pas d'effet sur la création de valeur, alors qu'un nombre important de fonctions exécutives nuit à la performance. À condition que le changement de postes fréquent soit dû à une mauvaise performance du dirigeant par le passé, celui-ci ne serait alors pas le meilleur candidat pour un nouveau poste (exécutif ou de contrôle).

1.2.2 Analyse du sous-modèle cognitif

Le tableau ci-après résume les résultats de régression du sous-modèle III (tableau 102). Ce modèle comprend exclusivement des variables cognitives. Les coefficients de détermination ajustés R^2 sont, toutefois, élevés, atteignant 0,191 (19,1 %) dans le cas de la variable indépendante VAC et 0,394 (39,4 %) dans le cas de la variable RCP_AJ. Les tests F de Fisher et les faibles valeurs VIF témoignent de même d'une qualité globalement bonne de nos régressions.

Tableau 102 : Tests empiriques du sous-modèle III : l'échantillon global

sous-modèle III	Variable dépendante : VAC		Variable dépendante : RCP_AJ		facteur VIF
	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	
constante	0,5186* (0,2941)	1,763 (0,0788)	0,6695*** (0,0783)	8,547 (0,0000)	-
CUMUL_TOTAL					
CUMUL_DIREC					
CUMUL_CONTR					
REPUT_TOTAL					
REPUT_DIREC					
REPUT_CONTR					
INFO_FIRMES	0,1000*** (0,0134)	7,442 (0,0000)	0,0192*** (0,0038)	5,096 (0,0000)	1,102
INFO_ERT	0,0205 (0,1040)	0,197 (0,8441)	-0,0490** (0,0246)	-1,996 (0,0468)	1,218
INFO_ALTER	-0,0186 (0,0289)	-0,642 (0,5211)	0,0032 (0,0087)	0,364 (0,7158)	1,788
COMPET_GENER	-0,0112 (0,0393)	-0,286 (0,7752)	-0,0343*** (0,0096)	-3,586 (0,0004)	1,316
COMPET_SPECI	0,0406 (0,1133)	0,385 (0,7205)	-0,0465 (0,0014)	-1,511 (0,1317)	1,412
LONGEVITE	0,0029 (0,0042)	0,695 (0,4877)	0,0046*** (0,0014)	3,178 (0,0016)	1,571
TAILLE_CONSEIL	-0,0028 (0,0032)	-0,888 (0,3752)	-0,0023*** (0,0008)	-2,971 (0,0032)	1,530
REUNIONS	0,0070 (0,0032)	0,913 (0,3617)	-0,0066*** (0,0023)	-2,899 (0,0040)	1,500
COMITES	0,0281** (0,0135)	2,082 (0,0381)	0,0092** (0,0038)	2,417 (0,0162)	1,348
AGE	-0,0084* (0,0046)	-1,843 (0,0662)	-0,0056*** (0,0012)	-4,701 (0,0000)	1,270
TAILLE_FIRME	-0,0074 (0,0104)	-0,712 (0,4772)	-0,0150*** (0,0028)	-5,375 (0,0000)	1,624
ACTION_DOMIN	-0,0905*** (0,0266)	-3,398 (0,0008)	0,0262*** (0,0070)	3,729 (0,0002)	1,213
LIENS_FIN	0,0033 (0,0359)	0,9259 (0,1011)	-0,0422*** (0,0092)	-4,582 (0,0000)	1,161
STRUCT_MON	-0,0079 (0,0303)	-0,260 (0,7954)	0,0140 (0,0100)	1,400 (0,1624)	1,826
Observations	342		346		
R ² (en %)	0,224 (22,4 %)		0,419 (41,9 %)		
R ³ corrigé (en %)	0,191 (19,1 %)		0,394 (39,4 %)		
F (valeur p)	6,757*** (0,000)		17,039*** (0,000)		

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; méthode des moindres carrés pondérés en coupes transversales agrégées ; ***/**/* = significativité à 1 % / 5 % / 10 %

Pour ce qui est de notre mesure de performance *ex ante* VAC, le test *t* de *Student* confirme l'existence d'une relation positive entre cette dernière et la variable INFO_FIRMES. La relation est statistiquement robuste avec une probabilité d'erreur inférieure à 1 %. Plus le nombre de firmes, issues de l'échantillon, qui sont accessibles *via* les administrateurs multimandats siégeant au sein de l'organe de contrôle est élevé, plus la création de valeur de la société mandatant ces « cumulards » est importante. L'accès à l'information et à la connaissance, rendu possible grâce à la présence de multimandataires, permet donc d'enrichir les échanges cognitifs au sein de l'organe de contrôle et de renforcer, *in fine*, la création de valeur. Une incidence positive de la variable INFO_FIRMES peut aussi être constatée dans le cas de notre mesure RCP_AJ. La comparaison de ces deux critères révèle, toutefois, que le coefficient de régression standardisé β est environ cinq fois plus élevé pour la régression basée sur la VAC que pour celle retenant la RCP_AJ. En d'autres termes, une hausse du nombre d'entreprises, accessibles par « cumulard », d'une firme entraîne, *ceteris paribus*, une augmentation de la valeur actionnariale créée de 10 %, comparée à une augmentation de 2 % uniquement dans une optique *ex post* (RCP_AJ). Comme pour nos variables disciplinaires, les marchés financiers semblent donc réagir plus sensiblement à des variations d'aspects liés au cumul de mandats que ce que l'on observe par une analyse *ex post* de la performance. Au vu de la relation observée entre la variable cognitive INFO_FIRMES et nos deux mesures de création de valeur, nous pouvons valider l'hypothèse H₃.

Ajoutons que nos résultats confirment l'argument d'une étude de HAUNSCHILD (1993) selon lequel l'occupation de plusieurs fonctions permet au « cumulard » d'améliorer ses compétences décisionnelles, d'appliquer certaines des démarches et techniques acquises lors de l'exercice des mandats externes, et de mieux évaluer les possibilités d'investissement se présentant à la société le mandatant, contribuant, *in fine*, à une meilleure création de valeur.

Si la variable INFO_FIRMES constitue la seule variable significative dans la régression sur la mesure de performance VAC, le test *t* de *Student* révèle pour la variable RCP_AJ de plus l'existence de liens significatifs avec les variables INFO_ERT, COMPET_GENER et LONGEVITE. Quant à la première, elle a un effet négatif sur la performance, l'incidence étant significative avec un niveau $p < 0,05$. La firme accueillant des multimandataires membres de l'ERT ne semble donc pas pouvoir profiter de cette « source d'information privilégiée » mais, au contraire, « souffrir » de leur présence. Cela s'explique vraisemblablement par le fait que l'effet disciplinaire négatif de la nomination d'un « cumulard » pèse plus lourd que l'avantage cognitif d'un accès exclusif à des informations. Dès lors, nous infirmons l'hypothèse H₄ dans le cas de l'analyse du critère de performance *ex ante*. En revanche, l'effet de l'accès à des sources d'information « alternatives » (décorations, fonctions académiques honoraires...) ne s'avère pas significatif. Contrairement à nos attentes, cette variable ne constitue pas un facteur d'influence important de la création de valeur. Dès lors, nous ne pouvons valider l'hypothèse H₅.

Quand on regarde les coefficients β des variables cognitives opérationnalisant l'aspect compétences, on s'aperçoit que seul le niveau de compétences généralistes des « cumulards » a un effet significatif sur la performance, mesurée par le critère *ex post* (RCP_AJ). Néanmoins, à notre grande surprise, l'incidence du niveau de compétences généralistes est négative et statistiquement très robuste avec une probabilité d'erreur inférieure à 1 %. La poursuite d'une formation élitiste (soit dans une Grande École française réputée, soit dans un cursus doctoral universitaire allemand) n'a donc pas d'effet stimulateur mais, au contraire, réduit l'efficacité cognitive du conseil d'administration, ce qui débouche sur une moindre création de valeur.

Ce résultat contredit de nombreux travaux, menés notamment en stratégie et en sociologie, qui montrent l'existence d'un lien significatif entre le niveau d'éducation, les capacités cognitives et la position professionnelle d'une personne (*i. a.* BECKER, 1970 ; ROGERS / SHOEMAKER, 1971 ; KIMBERLY / EVANISKO, 1981 ; BANTEL / JACKSON, 1989 ; WIERSEMA / BANTEL, 1992 ; WALLY / BAUM, 1994 ; LEONTARIDI, 1998 ; ELLIOTT, 2000 ; CAPPELLI / HAMORI, 2005 ; HARTMANN, 2007). Ajoutons, à ce titre, que le rôle prépondérant des écoles élitistes françaises a été confirmé par plusieurs études (BAUER / BERTIN-MOUROT, 1987 ; PIGÉ, 1993 ; NGUYEN-DANG, 2006 ; BERTRAND *et al.*, 2007 ; ALLEMAND, 2008). De plus, le dernier auteur trouve une incidence négative d'un changement du niveau de diplôme suite au départ du premier dirigeant et à l'arrivée d'un nouveau PDG. Au regard de nos résultats, nous sommes donc contraint d'infirmer partiellement l'hypothèse H₆.

Si les compétences généralistes des « cumulards » influent négativement sur la création de valeur, il n'en va pas de même pour les compétences spécifiques pour lesquelles nous n'avons pu observer de liens significatifs avec la performance. Ainsi, la présence de multimandataires ayant occupé, par le passé, ou occupant actuellement, des fonctions de direction dans la société les mandants, s'avère neutre et ne permet pas, contrairement à ce que nous avons supposé, de renforcer la création de valeur. Notons, toutefois, que le coefficient de régression standardisé β est, dans le cas de notre variable RCP_AJ, proche du seuil de significativité à 10 % de probabilité d'erreur ($p = 0,1317$). Par conséquent, nous ne pouvons valider l'hypothèse H₇.

Enfin, le test *t* de *Student* confirme l'existence d'une relation positive entre la variable LONGEVITE et la performance (RCP_AJ), ce lien étant statistiquement significatif avec une probabilité d'erreur inférieure à 1 %. Cette confirmation corrobore l'hypothèse H₈ selon laquelle la qualité des échanges cognitifs entre les « cumulards » serait fonction du nombre d'années de présence commune dans l'organe de contrôle. Une meilleure ambiance de travail – garantie à travers l'existence de la confiance et de bonnes relations sociales entre les multimandataires – permettrait alors d'améliorer l'efficacité de travail de l'organe de contrôle et ainsi, *in fine*, de renforcer la création de valeur. Nous pouvons donc partiellement valider l'hypothèse H₈.

1.2.3 Analyse des sous-modèles synthétiques

Le sous-modèle IV constitue le premier test complet comprenant tant des variables disciplinaires que cognitives. Par conséquent, les coefficients de détermination ajustés R^2 sont plus élevés, atteignant 0,204 (20,4 %) pour la régression sur la variable VAC et 0,423 (42,3 %) dans le cas de l'analyse de la RCP_AJ. De surcroît, les tests F de Fisher et les valeurs VIF relativement faibles de nos variables explicatives confirment la bonne qualité des régressions. Les résultats des tests du sous-modèle IV sont synthétisés dans le tableau suivant (tableau 103).

Tableau 103 : Tests empiriques du sous-modèle IV : l'échantillon global

sous-modèle IV	Variable dépendante : VAC		Variable dépendante : RCP_AJ		facteur VIF
	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	
constante	0,2119 (0,3408)	0,622 (0,5346)	0,5292*** (0,0884)	5,985 (0,0000)	-
CUMUL_TOTAL	-0,0677** (0,0281)	-2,413 (0,0164)	-0,0274*** (0,0072)	-3,787 (0,0002)	2,074
CUMUL_DIREC					
CUMUL_CONTR					
REPUT_TOTAL	0,0017 (0,0019)	0,899 (0,3694)	0,0008 (0,0006)	1,304 (0,1932)	1,678
REPUT_DIREC					
REPUT_CONTR					
INFO_FIRMES	0,0996*** (0,0137)	7,257 (0,0000)	0,0203*** (0,0037)	5,439 (0,0000)	1,119
INFO_ERT	0,1071 (0,1081)	0,991 (0,3225)	-0,0396 (0,0248)	-1,595 (0,1118)	1,340
INFO_ALTER	-0,0383 (0,0301)	-1,272 (0,2042)	0,0014 (0,0093)	0,153 (0,8782)	2,103
COMPET_GENER	0,0076 (0,0386)	0,197 (0,8442)	-0,0219** (0,0103)	-2,132 (0,0338)	1,473
COMPET_SPECI	0,1384 (0,1206)	1,148 (0,2520)	-0,0283 (0,0310)	-0,913 (0,3617)	1,480
LONGEVITE	0,0012 (0,0044)	0,266 (0,7908)	0,0043*** (0,0015)	2,944 (0,0035)	1,679
TAILLE_CONSEIL	-0,0006 (0,0034)	-0,173 (0,8627)	-0,0012 (0,0008)	-1,469 (0,1428)	1,594
REUNIONS	0,0058 (0,0075)	0,766 (0,4440)	-0,0070*** (0,0022)	-3,123 (0,0019)	1,524
COMITES	0,0255* (0,0135)	1,891 (0,0595)	0,0082** (0,0037)	2,195 (0,0289)	1,362
AGE	-0,0053 (0,0046)	-0,805 (0,4215)	-0,0037*** (0,0014)	-2,747 (0,0063)	1,469
TAILLE_FIRME	-0,0037 (0,0106)	-0,355 (0,7229)	-0,0127*** (0,0028)	-4,470 (0,0000)	1,667
ACTION_DOMIN	-0,1036*** (0,0272)	-3,804 (0,0002)	0,0192*** (0,0073)	2,623 (0,0091)	1,257
LIENS_FIN	0,0349 (0,0397)	0,881 (0,3789)	-0,0270*** (0,0101)	-2,669 (0,0080)	1,325
STRUCT_MON	-0,0012 (0,0315)	-0,040 (0,9684)	0,0202** (0,0097)	2,085 (0,0378)	1,842
Observations	342		346		
R ² (en %)	0,242 (24,2 %)		0,450 (45,0 %)		
R ³ corrigé (en %)	0,204 (20,4 %)		0,423 (42,3 %)		
F (valeur p)	6,475*** (0,000)		16,840*** (0,000)		

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; méthode des moindres carrés pondérés en coupes transversales agrégées ; ***/**/* = significativité à 1 % / 5 % / 10 %

Le tableau 103 montre l'existence d'une relation négative entre le cumul de mandats actuel (CUMUL_TOTAL) et la performance (*ex ante* et *ex post*), les tests *t* de *Student* indiquant une significativité correspondant à une probabilité d'erreur inférieure à 5 % pour la VAC et inférieure à 1 % pour la RCP_AJ. De plus, les coefficients β ont le même signe que dans le sous-modèle I ce qui conforte nos résultats précédents. En revanche, les compétences *managériales* et de contrôle (REPUT_TOTAL) n'ont pas d'effet significatif sur la performance (ni *ex ante*, ni *ex post*). Alors que le cumul d'un nombre élevé de mandats de direction et de contrôle externes a un effet destructeur de valeur, les compétences de contrôle d'un « cumulard », approximées par le décompte des fonctions exécutives et de contrôle, occupées pendant sa carrière, n'ont pas d'impact sur la performance. Au vu des relations observées et compte tenu des résultats précédents, nous validons globalement l'hypothèse H₁, mais ne pouvons confirmer l'hypothèse H₂.

► Le nombre de **mandats externes** (de direction et de contrôle) exercés par un administrateur a un effet significativement négatif sur la création de valeur, l'impact sur la performance étant plus important dans une optique *ex ante* que dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H₁ validée

► Le nombre de **mandats externes** (de direction et de contrôle) exercés par un administrateur tout au long de sa carrière professionnelle n'a pas d'effet significatif sur la création de valeur, que celle-ci soit mesurée par un critère *ex ante* ou *ex post*.

Hypothèse H₂ non validée

Au niveau des variables cognitives, les tests *t* de *Student* confirment l'existence d'un lien positif entre la variable INFO_FIRMES et chacun de nos critères de performance. Cette relation est significative avec une probabilité d'erreur inférieure à 1 %. Lorsqu'une entreprise dispose, *via* les « cumulards » siégeant dans son conseil, d'un accès direct à de nombreux organes de direction et de contrôle externes, l'approvisionnement en informations et connaissances en découlant permet donc de renforcer sa capacité à créer de la valeur. Comme pour le sous-modèle III, le coefficient β de la variable INFO_FIRMES est, dans le cas de l'analyse de la VAC, environ cinq fois plus important que dans celui de la variable RCP_AJ. Par conséquent, l'anticipation de cet aspect par les marchés financiers apparaît beaucoup plus importante que ce que révèle l'analyse *ex post* de la performance. Pour résumer, nous pouvons donc globalement valider l'hypothèse H₃.

Les tests de significativité ont, de plus, confirmé l'existence de deux autres relations significatives entre les variables dépendantes et notre critère de performance *ex post* (RCP_AJ). Ainsi, nous constatons une relation significativement positive entre la variable LONGEVITE et la performance, de même qu'un lien négatif entre la variable COMPET_GENER et celle-ci. Les signes des coefficients β confirment les résultats obtenus pour l'analyse du sous-modèle III. Ainsi, la présence d'une proportion élevée de multimandataires ayant poursuivi une formation élitiste a un

impact négatif sur la performance. En revanche, un nombre important d'années de service en commun des « cumulards » dans un conseil semble positivement contribuer à la création de valeur. Pour ce qui est de la variable à expliquer RCP_AJ, nous nous voyons donc contraint de rejeter l'hypothèse H₆. En revanche, nous pouvons confirmer l'hypothèse H₈ relative à un effet stimulateur de la longévité moyenne des administrateurs multimandats sur la performance. Enfin, en raison de l'absence de relations statistiquement significatives entre les variables INFO_ERT, INFO_ALTER et COMPET_SPECI, nous ne pouvons valider les hypothèses H₄, H₅ et H₇.

Tableau 104 : Tests empiriques du sous-modèle V : l'échantillon global

sous-modèle V	Variable dépendante : VAC		Variable dépendante : RCP_AJ		facteur VIF
	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	
constante	0,6973** (0,3321)	2,099 (0,0366)	0,7262*** (0,0863)	8,417 (0,0000)	-
CUMUL_TOTAL					
CUMUL_DIREC	-0,3788*** (0,1196)	-3,167 (0,0017)	-0,1189*** (0,0278)	-4,276 (0,0000)	1,685
CUMUL_CONTR	-0,0112 (0,0306)	-0,366 (0,7145)	-0,0114 (0,0084)	-1,356 (0,1762)	2,266
REPUT_TOTAL					
REPUT_DIREC	-0,0305*** (0,0076)	-4,005 (0,0001)	-0,0144*** (0,0021)	-6,786 (0,0000)	2,206
REPUT_CONTR	0,0079*** (0,0023)	3,439 (0,0007)	0,0023*** (0,0021)	2,641 (0,0087)	1,713
INFO_FIRMES	0,1001*** (0,0130)	7,682 (0,0000)	0,0262*** (0,0035)	7,399 (0,0000)	1,132
INFO_ERT	0,0557 (0,1014)	0,549 (0,5834)	-0,0589** (0,0267)	-2,202 (0,0284)	1,345
INFO_ALTER	-0,0107 (0,0299)	-0,358 (0,7209)	0,0100 (0,0087)	1,147 (0,2520)	2,152
COMPET_GENER	-0,0189 (0,0378)	-0,500 (0,6176)	-0,0217** (0,0095)	-2,281 (0,0232)	1,523
COMPET_SPECI	0,0433 (0,1130)	0,383 (0,7021)	-0,0435 (0,0292)	-1,491 (0,1370)	1,526
LONGEVITE	0,0044 (0,0039)	1,118 (0,2646)	0,0062*** (0,0013)	4,889 (0,0000)	1,687
TAILLE_CONSEIL	0,0002 (0,0033)	0,048 (0,9622)	-0,0027*** (0,0008)	-3,532 (0,0005)	1,595
REUNIONS	0,0112 (0,0073)	1,536 (0,1254)	-0,0073*** (0,0021)	-3,445 (0,0006)	1,560
COMITES	0,0156 (0,0130)	1,197 (0,2322)	0,0058* (0,0035)	1,680 (0,0938)	1,411
AGE	-0,0096* (0,0052)	-1,846 (0,0658)	-0,0068*** (0,0014)	-4,869 (0,0000)	1,605
TAILLE_FIRME	-0,0113 (0,0102)	-1,109 (0,2683)	-0,0113*** (0,0027)	-4,146 (0,0000)	1,710
ACTION_DOMIN	-0,1323*** (0,0272)	-4,868 (0,0000)	0,0134* (0,0069)	1,953 (0,0517)	1,293
LIENS_FIN	0,0599 (0,0411)	1,459 (0,1454)	-0,0182* (0,0093)	-1,950 (0,0520)	1,621
STRUCT_MON	0,0269 (0,0322)	0,833 (0,4053)	0,0298*** (0,0092)	3,228 (0,0014)	1,865
Observations	342		346		
R ² (en %)	0,299 (29,9 %)		0,620 (62,0 %)		
R ³ corrigé (en %)	0,260 (26,0 %)		0,599 (59,9 %)		
F (valeur p)	7,667*** (0,000)		29,633*** (0,000)		

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; méthode des moindres carrés pondérés en coupes transversales agrégées ; ***/**/* = significativité à 1 % / 5 % / 10 %

Dans la mesure où notre dernier test comprend l'ensemble des variables disciplinaires et cognitives, les coefficients de détermination ajustés R^2 sont encore plus élevés que dans les sous-modèles précédents (0,260 dans le modèle de VAC et 0,599 pour celui, basé sur la RCP_AJ). La qualité globalement bonne des régressions est confirmée par les valeurs F significatives des tests de *Fisher*, ainsi que par le niveau comparativement faible des facteurs *VIF*.

L'analyse du sous-modèle V confirme, très majoritairement, les résultats précédemment obtenus. La distinction des liens interconseils selon le type de mandats cumulés montre ainsi, comme dans le cas du sous-modèle II, que l'exercice parallèle, par un administrateur, de mandats exécutifs externes a un impact significativement négatif sur la création de valeur. De plus, le résultat concernant l'incidence plus forte de cet aspect tant dans une optique *ex ante* qu'*ex post* se voit confirmé par le fait que le coefficient de régression standardisé β de CUMUL_DIREC est environ trois fois plus élevé pour la régression de la VAC que pour celle, basée sur la RCP_AJ. La présence, au sein de l'organe de contrôle, d'un administrateur occupant ailleurs une fonction *managériale* importante est ainsi interprétée de façon très négative par les marchés financiers. En revanche, le cumul de mandats de contrôle externes ne nuit pas à la performance, les coefficients de régression de la variable CUMUL_TOTAL étant, pour les deux critères de performance, non significatifs. Nous parvenons donc aux mêmes conclusions que dans le sous-modèle II, et confirmons globalement l'hypothèse H_{1a} , mais ne pouvons valider l'hypothèse H_{1b} .

► Le nombre de **mandats de direction externes** exercés par un administrateur a un effet significativement négatif sur la création de valeur, l'impact sur la performance étant plus important dans une optique *ex ante* que dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H_{1a} validée

► Le nombre de **mandats de contrôle externes** exercés par un administrateur n'a aucune influence significative sur la création de valeur de la firme, ni dans une optique *ex ante*, ni dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H_{1b} non validée

Comme nous l'avons évoqué lors de l'analyse du sous-modèle II, notre distinction selon le type de mandat cumulé a permis de mettre en lumière l'incidence différente des liens interconseils sur l'efficacité du conseil d'administration selon la nature des postes occupés par les « cumulards ». Ainsi, la présence de mandataires exécutifs entraîne – vraisemblablement en raison de la charge de travail élevée correspondant à ces postes – une diminution de la discipline et de l'efficacité du conseil d'administration de la société les mandatant comme « surveillants », ce qui nuit, *in fine*, à la création de valeur. Ajoutons que nos résultats vont de pair avec plusieurs travaux, majoritairement anglo-saxons, qui concluent que l'enracinement des dirigeants – *via* la

présence dans des conseils d'administration externes – entraîne des pertes d'efficacité provoquant une baisse de la création de valeur (PAQUEROT, 1996 ; HALLOCK, 1997 ; CORE *et al.*, 1999 ; FICH / WHITE, 2003 ; BRICK *et al.*, 2006 ; NGYUEN-DANG, 2006 ; BALSMEIER / PETERS, 2009 ; BARNEA / GUEDJ, 2009 ; ENTORF *et al.*, 2009).

Pour ce qui est de la seconde voie d'intervention disciplinaire – l'effet de réputation –, le sous-modèle V corrobore de même les résultats trouvés lors de l'analyse du sous-modèle II. Le total des postes exécutifs occupés (REPUT_DIREC), en moyenne, par un « cumulard » tout au long de sa carrière professionnelle a un impact clairement négatif sur la performance, l'incidence étant significative avec un niveau de $p < 0,001$. De plus, les coefficients β témoignent d'une réaction négative plus forte dans le modèle basé sur la VAC que dans celui, basé sur la RCP_AJ. En revanche, l'accumulation, pendant la carrière de l'administrateur, de compétences de contrôle (REPUT_CONTR) s'avère bénéfique pour la création de valeur, la sensibilité de notre critère de performance *ex ante* sur cette variable étant, à nouveau, plus forte que celle de la mesure de performance *ex post*. Dans les deux cas, l'anticipation du cumul de mandats par les marchés s'avère donc plus forte que l'effet de ce facteur sur une mesure *ex post* de la création de valeur. Compte tenu des résultats, nous pouvons globalement valider nos hypothèses H_{2a} et H_{2b}. Ajoutons que nos résultats corroborent les conclusions présentées lors de l'analyse du sous-modèle II. Ceux-ci peuvent être synthétisés autour de deux points :

- la présence, au sein de l'organe de contrôle, d'un administrateur multimandats ayant occupé, au cours de sa carrière professionnelle, un nombre important de postes de direction et disposant, par conséquent, de nombreuses compétences *managériales*, s'avère défavorable au fonctionnement du conseil d'administration, la diminution de l'efficacité de ce dernier conduisant, *in fine*, à une moindre création de valeur, alors que ;
- la présence, au sein du conseil d'administration, d'un multimandataire disposant, en raison d'un nombre important de mandats de contrôle exercés durant sa carrière professionnelle, d'un portefeuille riche en compétences en termes de contrôle, renforce l'efficacité disciplinaire de l'organe de contrôle, permettant ainsi de créer davantage de valeur.

► Le nombre de **mandats exécutifs externes** exercés par un administrateur multimandats durant sa carrière professionnelle a un effet significativement négatif sur la création de valeur, l'impact étant plus fort dans une optique *ex ante* que dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H_{2a} validée

► Le nombre de **mandats de contrôle externes** exercés par un administrateur multimandats durant sa carrière professionnelle a un effet significativement positif sur la création de valeur, l'impact étant plus fort dans une optique *ex ante* que dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H_{2b} validée

Les réactions différentes selon la nature des postes cumulés s'expliquent, à notre avis, par plusieurs arguments. D'une part, la nomination d'un administrateur ayant exercé par le passé de nombreux mandats de direction peut provoquer, notamment sur les marchés, la crainte que celui-ci ne dispose pas des compétences nécessaires pour garantir une surveillance optimale de l'équipe dirigeante, *a fortiori* quand il occupe encore actuellement un poste de *management* externe. Le corollaire serait donc une dégradation de l'efficacité de contrôle du conseil. D'autre part, l'esprit *managérial* et l'attitude correspondante d'un tel administrateur peuvent conduire plus facilement à des comportements de collusion avec l'équipe dirigeante actuellement en place. Cela dégraderait le niveau de discipline dans l'organe de contrôle et entraînerait, *in fine*, également une plus faible création de valeur au détriment des actionnaires.

Concernant nos variables explicatives cognitives, l'analyse du sous-modèle V confirme de même les résultats des sous-modèles III et IV. Ainsi, l'accès d'une firme, à travers les liens interconseils établis, à d'autres instances de direction et de contrôle (INFO_FIRMES) paraît favorable à cette première puisqu'il garantit un approvisionnement privilégié en informations et en connaissances. De fait, le coefficient de régression standardisé β de ladite variable est significativement positif pour nos deux mesures de performance, indiquant qu'un nombre plus important de sociétés, accessibles *via* les multimandataires conduit à une meilleure performance. De nouveau, l'effet de l'anticipation de cette variable par les marchés est plus fort que son effet sur une mesure *ex post* de la création de valeur. Compte tenu de l'incidence positive de la variable INFO_FIRMES sur la création de valeur, nous validons globalement notre hypothèse H₃.

► L'accès, *via* les « cumulards », à d'autres firmes permet d'approvisionner la société en informations et connaissances, de stimuler les échanges cognitifs et de renforcer la création de valeur, l'impact étant plus fort dans une optique *ex ante* que dans une vision *ex post*.

Hypothèse H₃ validée

La contribution positive, par la variable INFO_FIRMES, des liens interconseils à la création de valeur s'explique, à notre avis, par une hausse de la qualité des échanges cognitifs au sein de l'organe de contrôle. La présence de mandataires disposant d'informations nombreuses et de connaissances hétérogènes paraît enrichir les discussions et les prises de décision dans le conseil, renforçant ainsi l'efficacité. Le résultat conforte l'idée de HAUNSCHILD (1993) que l'occupation parallèle de fonctions externes permet au mandataire de perfectionner ses compétences professionnelles, d'acquérir et d'appliquer de nouvelles démarches et techniques, ainsi que d'être capable de mieux juger la situation économique de l'entreprise et les décisions à prendre pour garantir sa pérennité. L'amélioration de l'efficacité cognitive du conseil d'administration en découlant conduirait, *in fine*, à une plus grande création de richesse pour les actionnaires.

Pour ce qui est de la variable cognitive INFO_ERT, elle s'avère uniquement significative dans le cas du sous-modèle basé sur le critère RCP_AJ, le coefficient β étant négatif avec une probabilité d'erreur inférieure à 5 %. Ce résultat confirme l'impact négatif déjà observé lors de l'analyse du sous-modèle III. Au vu de ces résultats et dans la mesure où le coefficient de régression standardisé de la variable INFO_ERT dans le sous-modèle IV est proche du seuil de significativité de 10 %, nous infirmons globalement l'hypothèse H₄ pour la mesure *ex post* RCP_AJ, mais ne pouvons ni valider, ni infirmer cette hypothèse pour le critère *ex ante*.

► La présence de « cumulards » membres de l'ERT entraîne une baisse de la création de valeur, l'impact négatif étant uniquement significatif dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H₄ non validée
ex ante

Hypothèse H₄ infirmée
ex post

Selon nos résultats, une quote-part élevée de multimandataires participant parallèlement à l'ERT risque donc de nuire à l'efficacité du conseil d'administration. Le signe du coefficient β de la variable INFO_ERT est négatif et de sens opposé de ce que nous attendions. Cela s'explique, à notre avis, par le fait que l'effet disciplinaire négatif l'emporte sur l'effet cognitif positif. Dans la mesure où les membres du forum d'échange ERT sont souvent des dirigeants actuels ou anciens des plus grands groupes européens, ils connaissent vraisemblablement des contraintes de temps plus importantes que les *managers* d'entreprises de taille inférieure. Cela peut conduire à une situation où la société accueillant ces mandataires dans son organe de contrôle connaît, malgré l'apport de nouvelles informations et en dépit de la mise en place de nouveaux contacts *via* les membres ERT, une dégradation du niveau de discipline qui surcompense l'effet positif des apports cognitifs. De plus, le nombre élevé de fonctions habituellement occupées par ces personnes peut aussi provoquer une négligence de responsabilités jugées moins importantes, celle d'un administrateur « ordinaire » en étant un exemple.

Au niveau de la variable INFO_ALTER, l'analyse du sous-modèle V corrobore les résultats des analyses précédentes, le test *t* de *Student* indiquant l'absence de relations significatives entre cette variable et chacun des deux critères de performance. L'accès d'une entreprise à des sources d'information « alternatives » (décorations nationales honorifiques, fonctions académiques honoraires...) ne s'avère donc pas favorable à la création de valeur, mais ne détruit pas non plus de richesse pour les actionnaires. Autrement dit, les connexions créées et les informations et connaissances apportées par la présence des administrateurs multimandats dans ce type d'organisations ne paraissent pas directement influencer l'efficacité de l'organe de contrôle et ainsi la performance. Par conséquent, nous ne pouvons valider l'hypothèse H₅.

► La présence d'administrateurs multimandats récompensés pour leurs mérites « sociaux » n'a pas d'impact significatif sur la création de valeur de la firme, que cette dernière soit mesurée dans une optique *ex ante* ou dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H₅ non validée

Outre les relations précitées, les tests *t* de *Student* indiquent que le niveau de compétences des multimandataires peut partiellement affecter la création de valeur. Ainsi, nous observons un effet significativement négatif ($p < 0,001$) du niveau de compétences généralistes, opérationnalisé par la quote-part des « cumulards » ayant poursuivi une formation élitiste française ou un cursus doctoral allemand, sur la mesure de performance *ex post* RCP_AJ. Ceci conforte le résultat, non conforme à nos attentes, que nous avons trouvé lors du test du sous-modèle III. En revanche, nous ne constatons pas de lien significatif de quelque nature qu'il soit entre ladite variable et le critère de performance *ex ante* VAC. Alors que les participants de marché ne semblent pas attendre de conséquences négatives d'un pourcentage élevé, parmi les multimandataires, de « diplômés d'élite », l'analyse de la RCP_AJ montre, en revanche, une moindre performance suite à leur présence. Au vu de l'ensemble des résultats obtenus, nous ne pouvons valider l'hypothèse H₆ dans une vision *ex ante* et l'infirmos même globalement dans une optique *ex post*.

► La présence de « cumulards » ayant poursuivi une formation élitiste a un effet négatif sur la création de valeur, l'impact étant uniquement significatif dans une optique *ex post*.

**Hypothèse H₆ non validée
*ex ante***

**Hypothèse H₆ infirmée
*ex post***

Le signe statistiquement significatif du coefficient de régression standardisé β , mais non-conforme à nos attentes, peut s'expliquer par un effet disciplinaire négatif diminuant l'efficacité du conseil d'administration qui l'emporte sur les conséquences cognitives positives. Bien que l'on puisse imaginer l'existence d'un lien positif entre le niveau d'éducation et la création de valeur – celui-ci reposerait, entre autres, sur des compétences généralistes plus développées, des schémas de réflexion différents ou encore des styles *managériaux* nouveaux des personnes considérées – ce lien peut visiblement aussi s'inverser et provoquer, par exemple, des comportements de collusion (surveillance plus laxiste en cas de liens réciproques, niveaux de rémunération plus élevés...) qui nuisent à l'efficacité de l'organe de contrôle.

S'y ajoute un autre argument, déjà mis en avant pour la variable INFO_ERT. Quand on admet que les mandataires ayant profité de la meilleure formation occupent, plus tard, le plus de postes à haute responsabilité, on peut également supposer que ces personnes tendent à négliger, en raison d'une surcharge de temps régulière, des tâches telles qu'une fonction de contrôle « ordinaire » qu'ils jugeraient moins importante que des mandats exécutifs.

Contrairement aux compétences généralistes, nous n'avons pu constater, comme cela a été déjà le cas dans l'analyse du sous-modèle III, de liens significatifs entre la performance et le niveau de compétences spécifiques des administrateurs multimandats, approximé par la quote-part des « cumulards » exerçant ou ayant exercé, par le passé, un mandat exécutif dans la même firme. Compte tenu de l'absence de résultats significatifs – même si le coefficient de régression standardisé β de la variable COMPET_SPECI s'approche, dans le sous-modèle V, du seuil de significativité de 10 % ($p = 0,137$) –, nous ne pouvons ainsi globalement valider l'hypothèse H₇.

► La présence de « cumulards » ayant occupé par le passé ou occupant actuellement des fonctions exécutives dans la société les mandant n'a pas d'impact significatif sur la création de valeur, que celle-ci soit mesurée dans une optique *ex ante* ou *ex post*.

Hypothèse H₇ non validée

Selon nous, la non-significativité de la variable COMPET_SPECI s'explique, au moins partiellement, par le fait que cette dernière tient à la fois compte de la présence, dans le conseil d'administration, d'anciens membres du directoire, mais aussi, dans le cadre d'un système moniste à cumul fonctionnel, de directeurs généraux internes. Or, notre échantillon global comprend 30 sociétés allemandes pour lesquelles la législation commerciale interdit explicitement la présence de *managers* internes dans le conseil de surveillance. Le coefficient de régression standardisé β non significatif pourrait ainsi aussi être le corollaire de ce « mélange ». L'analyse distincte des indices boursiers CAC 40 et DAX 30 nous permettra de voir s'il existe une incidence significative des compétences spécifiques dans l'un de nos échantillons nationaux.

Ajoutons que l'impact neutre de la variable COMPET_SPECI peut également s'expliquer par la compensation des effets positifs et négatifs. Autrement dit, la présence de mandataires ayant occupé ou occupant des fonctions exécutives, peut conduire à de meilleures connaissances et compétences spécifiques de la firme, susceptibles d'enrichir les échanges cognitifs, mais parallèlement augmenter la probabilité de comportements collusoires entre administrateurs et dirigeants. Dans la mesure où les administrateurs ont habituellement vocation à surveiller la mise en place de projets d'importance, fréquemment démarrés dans les années précédentes, les multimandataires ayant siégé avant au directoire risquent, de surcroît, de ne pas être enclins à contrôler de façon très rigoureuse les décisions initialement prises sous leur propre tutelle.

Pour ce qui est de la dernière variable cognitive, LONGEVITE, le test *t* de Student confirme, comme dans le sous-modèle III, l'existence d'un lien significatif ($p < 0,0001$) de cette dernière avec notre mesure de performance *ex post* (RCP_AJ). En revanche, le coefficient β de ladite variable dans le modèle, basé sur le critère VAC, est loin d'être significatif ($p < 0,2646$). L'efficience cognitive du conseil d'administration et, in fine, la performance de la firme (mesurée

par la RCP_AJ), sont donc positivement fonction de la longévité moyenne des administrateurs multimandats. Pour résumer, nous validons l'hypothèse H₈ dans l'optique *ex post*.

► La longévité moyenne des administrateurs multimandats a un impact positif sur la création de valeur, l'effet étant uniquement significatif dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H₈ non validée
ex ante

Hypothèse H₈ validée
ex post

Rappelons que le résultat d'une meilleure performance comme suite d'une longévité moyenne plus élevée des « cumulards » va de pair avec l'argument de nombreux travaux, menés notamment en sociologie, selon lesquels une équipe (ici, le CA) éprouvant davantage de confiance et des relations plus harmonieuses entre ses membres, se caractérise par des processus de prise de décision plus efficaces, ainsi que par une attitude plus réactive (GRANOVETTER, 1985 ; WESTPHAL / BEDNAR, 2005 ; ADAMS / FERREIRA, 2007).

Tableau 105 : Synthèse des résultats de l'analyse de l'échantillon global

sous-modèle	VAC signe du coefficient de régression					RCP_AJ signe du coefficient de régression					validation globale de l'hypothèse	
constante	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-
CUMUL_TOTAL	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H1	validée
CUMUL_DIRECT	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H1a	validée
CUMUL_CONTR	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H1b	non validée
REPUT_TOTAL	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H2	non validée
REPUT_DIRECT	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H2a	validée
REPUT_CONTR	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H2b	validée
INFO_FIRMES	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H3	validée
INFO_ERT	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H4	non validée / infirmée
INFO_ALTER	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H5	non validée
COMPET_GENER	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H6	non validée / infirmée
COMPET_SPECI	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H7	non validée
LONGEVITE	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H8	non validée / validée
TAILLE_CONSEIL	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H9	non validée / validée
REUNIONS	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H10	non validée / validée
COMITES	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H11	validée
AGE	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H12	validée
TAILLE_FIRME	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H13	non validée / validée
ACTION_DOMIN	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H14	infirmée / validée
LIENS_FIN	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H15	non validée / infirmée
STRUCT_MON	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	H16	non validée / validée

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; signes des coefficients de régression standardisés β ; ***/**/* = significativité à 1 % / 5 % / 10 %

1.2.4 Analyse des variables médiatrices et de contrôle

Le tableau 105 synthétise les résultats des analyses des cinq sous-modèles précités. Il indique, de plus, l'incidence des variables médiatrices et de contrôle sur nos critères de performance. Rappelons que les variables médiatrices (TAILLE_CONSEIL, REUNIONS, COMITES, AGE) avaient pour objectif de modéliser les modalités de l'influence de nos variables explicatives principales sur la capacité de l'entreprise à créer de la valeur. Quant aux variables de contrôle (TAILLE_FIRME, ACTION_DOMIN, LIENS_FIN, STRUCT_MON), elles reflètent les caractéristiques générales de la firme et cherchent à identifier l'influence des sources non liées au modèle de recherche, mais influant également sur la performance.

Concernant la première variable médiatrice, TAILLE_CONSEIL, les tests *t* de *Student* ne montrent pas de liens significatifs entre celle-ci et le critère *ex ante* (VAC) mais un effet significativement négatif de la taille du conseil sur la performance *ex post* (RCP_AJ) dans les sous-modèles III et V. De plus, le coefficient β dans le sous-modèle IV n'est pas loin du seuil de significativité de 10 % (0,1428). Par conséquent, nous validons globalement l'hypothèse H₉ dans une perspective *ex post*. Un organe de contrôle de taille plus grande conduit ainsi à une moindre efficacité se traduisant par une baisse de la création de valeur. L'influence négative de la taille du conseil sur la performance des sociétés de notre échantillon confirme les travaux de YERMACK (1996), CONYON / PECK (1998), EISENBERG *et al.* (1998), BROWN / MALONEY (1999), VAFEAS (2000), MAK / KUSNADI (2005), AHMED *et al.* (2006) et LINCK *et al.* (2007). Un organe de contrôle composé d'un nombre important de mandataires s'avère donc défavorable à la création de valeur, la baisse de l'efficacité du conseil pouvant provenir tant d'une diminution de la discipline ou d'une moindre participation des administrateurs aux délibérations, que d'une coordination plus difficile des compétences ou encore de conflits cognitifs parmi les membres.

► Un organe de contrôle de taille plus grande conduit, *ceteris paribus*, à une moindre création de valeur, l'impact négatif étant uniquement significatif dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H₉ non validée
ex ante

Hypothèse H₉ validée
ex post

Outre la relation précitée, nous observons l'existence d'un lien positif entre le nombre de réunions de l'organe de contrôle et le critère de performance *ex ante*. Dans la mesure où cette relation n'est significative que dans les sous-modèles I et II, nous ne pouvons, cependant, infirmer l'hypothèse H₁₀. Au niveau de la mesure RCP_AJ, un lien négatif et significatif avec une probabilité d'erreur inférieure à 1 % peut être observé pour tous les sous-modèles, ce qui nous amène à valider partiellement l'hypothèse H₁₀. Le résultat d'une incidence négative du nombre de réunions annuelles du conseil confirme, de surcroît, l'étude de VAFEAS (1999).

► Des réunions plus fréquentes du CA conduisent, *ceteris paribus*, à une moindre création de valeur, l'impact négatif n'étant uniquement significatif dans une optique *ex post*.

Hypothèse H₁₀ non validée
ex ante

Hypothèse H₁₀ validée
ex post

D'après le tableau 105, il existe aussi un lien significativement positif entre le nombre de comités spécialisés et la création de valeur, que cette dernière soit mesurée par un critère *ex ante* ou *ex post*. Un organe de contrôle comprenant un nombre plus important de comités consultatifs se caractérise ainsi, toutes choses égales par ailleurs, par une meilleure efficacité de travail conduisant, *in fine*, à une plus forte création de valeur. Nous validons donc l'hypothèse H₁₁.

La relation observée peut être expliquée tant par des arguments disciplinaires que cognitifs. D'une part, l'existence d'un nombre plus important de comités peut, à travers une meilleure exploitation des compétences en termes de contrôle (meilleure surveillance dans les comités, contrôle continu des décisions...), renforcer la discipline au sein du conseil. D'autre part, les comités peuvent améliorer la cohésion sociale parmi les mandataires, ce qui peut se traduire par davantage de confiance, une meilleure ambiance de travail et, par-là, une bonne performance.

► Un nombre plus important de comités conduit, *ceteris paribus*, à une meilleure création de valeur, l'impact négatif étant uniquement significatif dans une optique *ex post*.

Hypothèse H₁₁ validée

Concernant la dernière variable médiatrice, AGE, les tests *t* de *Student* montrent de même l'existence d'un lien négatif avec la création de valeur. Alors que cette relation n'est que faiblement significative pour le critère de performance *ex ante*, elle s'avère fortement significative dans le cas de notre mesure de performance *ex post*. Une moyenne d'âge plus importante des administrateurs représentant le côté actionnarial entraîne alors, *ceteris paribus*, une plus faible création de valeur. Au vu des résultats des sous-modèles précédents, nous validons globalement l'hypothèse H₁₂. Notons que nos résultats vont de pair avec plusieurs travaux indiquant que des mandataires proches de la retraite semblent moins soumis aux contraintes du marché du travail externe des états-majors, atténuent la discipline du conseil et contribuent ainsi à une moindre création de richesse (VANCIL, 1987, pp. 69-104 ; CORE *et al.*, 1999 ; HOLMSTRÖM, 1999).

► Une moyenne d'âge plus élevée des membres du conseil d'administration conduit, *ceteris paribus*, à une moindre création de valeur.

Hypothèse H₁₂ validée

En ce qui concerne nos variables de contrôle, le tableau 105 montre l'existence d'une relation significativement négative entre la taille de la firme et sa performance, mesurée par le critère *ex post* RCP_AJ. En revanche, aucun lien significatif n'a pu être détecté au niveau de la mesure *ex ante* VAC. Par conséquent, nous ne validons que partiellement l'hypothèse H₁₃. L'incidence négative observée de la taille de l'entreprise sur sa capacité à créer de la valeur est, d'ailleurs, conforme aux résultats de nombreux travaux empiriques, menés notamment en finance, qui mettent en lumière une réduction de l'efficacité au fur et à mesure que la taille de l'entreprise augmente (BANZ, 1981 ; REINGANUM, 1982 ; BASU, 1983 ; BROWN *et al.*, 1983 ; HAMON, 1986 ; HILLION, 1988 ; FAMA / FRENCH, 1992 ; OERTMANN, 1994).

► Il existe une relation négative entre la taille de l'entreprise et sa performance, l'impact négatif étant uniquement significatif dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H₁₃ non validée
ex ante

Hypothèse H₁₃ validée
ex post

Notre seconde variable de contrôle, ACTION_DOMIN, se caractérise par un lien significativement positif avec la performance *ex post* RCP_AJ, mais, en revanche, significativement négatif avec le critère *ex ante*. La présence d'un actionnaire détenant au moins 10 % du capital de l'entreprise n'est pas saluée par les marchés financiers (*ex ante*), mais s'avère *in fine* favorable à la création de valeur dans une vision *ex post*. Au regard des résultats, nous infirmons l'hypothèse H₁₄ pour le critère *ex ante* VAC, mais la validons pour la variable RCP_AJ.

À notre avis, les résultats précités s'expliquent vraisemblablement par le fait que les marchés financiers anticipent une détérioration de la performance en cas de présence d'un ou de plusieurs actionnaires dominants. Autrement dit, les craintes d'une spoliation des petits porteurs l'emportent probablement sur l'attente d'une meilleure surveillance de l'équipe dirigeante. En revanche, l'analyse *ex post* de la performance montre que la présence d'actionnaires importants permet de renforcer la discipline au sein du conseil d'administration, ce qui aboutit finalement à une plus forte création de richesse. Nos résultats au niveau du critère de performance *ex post* confirment ainsi les observations de nombreux travaux menés en finance (DEMSETZ / LEHN, 1985 ; SHIVDASANI, 1993 ; KAPLAN / MINTON, 1994 ; DENNIS / SERRANO, 1996 ; FRANKS / MAYER, 2001 ; YAFEH / YOSHA, 2003 ; DAHYA *et al.*, 2008).

► La présence d'un actionnaire dominant conduit à une moindre performance *ex ante*, mais entraîne une plus forte création de valeur dans une optique *ex post*.

Hypothèse H₁₃ infirmée
ex ante

Hypothèse H₁₃ validée
ex post

Au niveau de la variable LIENS_FIN, les tests *t* de *Student* confirment l'existence d'une relation positive avec la mesure de performance *ex ante* (VAC) et un lien négatif avec la variable *ex post* (RCP_AJ). Néanmoins, seule la dernière s'avère majoritairement significative, la probabilité d'erreur étant, dans trois des cinq sous-modèles, inférieure à 1 %. La coexistence, parallèlement aux liens interconseils, de participations financières dans les sociétés qui sont connectées *via* les administrateurs multimandats, a donc un effet négatif sur la création de valeur.

Ce résultat n'est pas conforme à nos attentes. La « double sécurisation » des réseaux inter-firmes paraît donc avoir des conséquences négatives pour les actionnaires. Celles-ci peuvent être le résultat de collusions entre le *management* et les représentants des actionnaires dominants prenant, par exemple, la forme d'un soutien en cas de mauvaise performance, des rémunérations plus importantes accordées aux dirigeants en contrepartie de plus de sièges au conseil d'administration ou, encore, d'autres avantages (pécuniaires ou non). La nature de la relation détectée au niveau de notre échantillon global confirme les commentaires critiques d'ADAMS (1994) et de WENGER / KASERER (1998) relatifs aux effets négatifs du réseau de la « *Deutschland AG* ». Au vu des résultats, nous infirmons donc globalement l'hypothèse H₁₅ dans une vision *ex post*. En revanche, cette même hypothèse ne peut être validée dans une optique *ex ante*.

► La coexistence de participations financières n'a pas d'effet sur la performance mesurée *ex ante*, mais un impact significativement négatif sur la création de valeur *ex post*.

Hypothèse H₁₅ non validée
ex ante

Hypothèse H₁₅ infirmée
ex post

Enfin, l'analyse du coefficient β de la variable STRUCT_MON révèle l'existence d'un lien positif entre l'application d'une structure moniste à cumul fonctionnel et la création de valeur. Cependant, cette relation n'est significative que pour la variable de performance *ex post*, la probabilité d'erreur étant, dans quatre des cinq sous-modèles testés, inférieure à 5 %. Le cumul des responsabilités dans les mains du PDG semble alors permettre de réduire les coûts liés au transfert de connaissances et de compétences, l'emportant ainsi sur les effets disciplinaires négatifs d'une telle structure. Nos résultats confortent l'étude de GODARD / SCHATT (2005b), mais contredisent plusieurs travaux anglo-saxons, menés sur ce sujet (*i. a.* BALIGA *et al.*, 1996 ; BRICKLEY *et al.*, 1997 ; DAILY / DALTON, 1997, DALTON *et al.*, 1998). L'analyse distincte des échantillons nationaux permettra vraisemblablement de voir plus clair sur ce point.

► L'application d'une structure moniste avec cumul fonctionnel n'a pas d'effet sur la performance *ex ante*, mais un impact significativement positif dans une optique *ex post*.

Hypothèse H₁₆ non validée
ex ante

Hypothèse H₁₆ validée
ex post

Synthèse des résultats de l'analyse empirique de l'échantillon global :

La mobilisation d'un modèle de recherche synthétique nous a permis de montrer que l'ajout de variables cognitives permet d'obtenir des réponses plus claires sur la question des conséquences des liens interconseils pour la capacité de l'entreprise à créer de la valeur. En témoignant les niveaux plus élevés des coefficients de détermination R^2 ajustés. De surcroît, la distinction des mandats cumulés selon leur nature a permis de mettre en lumière des conséquences différentes des liens personnels au sein même de la perspective disciplinaire. Concrètement, les tests de *panel* effectués sur notre échantillon global ont fait ressortir les résultats suivants :

- Lorsque le cumul de mandats est opérationnalisé par le décompte du total des postes de direction et de contrôle occupés, en moyenne, par un administrateur, on observe un impact significativement négatif sur la création de valeur, que cette dernière soit mesurée dans une optique *ex ante* (VAC) ou *ex post* (RCP_AJ). Or, une distinction des mandats selon leur nature permet de montrer que seul le cumul de postes exécutifs externes nuit à la performance, l'impact étant, de surcroît, plus important dans une perspective *ex ante* qu'*ex post*. En revanche, l'exercice simultané, par un administrateur, de mandats de contrôle externes n'a pas d'effet significatif sur la création de richesse.
- À la différence du cumul actuel de mandats, l'analyse de l'historique des postes occupés par un administrateur durant sa carrière révèle que l'expérience fonctionnelle n'a pas d'effet sur la performance quand une mesure globale incluant toutes les catégories de mandats exercés est retenue. En revanche, la distinction selon les postes de direction et de contrôle montre qu'un niveau important, parmi les « cumulards », de compétences *managériales*, réduit l'efficacité de l'organe de contrôle – ce qui se traduit par une plus faible performance –, tandis qu'un portefeuille personnel de compétences de contrôle permet de renforcer la discipline au conseil et de stimuler ainsi la création de valeur.
- L'accès d'une firme, grâce aux mandats externes exercés par ces mandataires, aux organes de direction et de contrôle d'autres entreprises constitue un outil crucial permettant de s'approvisionner en informations et en connaissances de première qualité. Cet accès privilégié à des ressources cognitives contribue à l'enrichissement des échanges et discussions au sein de l'organe de contrôle, renforçant ainsi l'efficacité de ce dernier et conduisant à une plus forte création de valeur. Ajoutons, à ce titre, que l'impact *ex ante* de cet aspect sur la performance s'avère beaucoup plus important que l'effet *ex post*.

- À l'opposé de l'influence positive d'un nombre élevé de firmes accessibles sur la création de valeur, la présence, au sein de l'organe de contrôle, de multimandataires étant membres du forum d'échange *ERT* ne constitue pas une source d'information exploitable pour l'entreprise, mais entraîne, au contraire, une baisse de l'efficacité du conseil d'administration se traduisant, *in fine*, par une moindre performance *ex post*.
- La part des administrateurs multimandats récompensés, à titres honorifiques, pour leurs mérites « sociaux » n'a pas d'impact significatif sur l'efficacité de l'organe de contrôle, indépendamment de l'optique considérée.
- La part des « cumulards » ayant poursuivi une formation élitiste (Grande École ou cursus doctoral) n'a pas d'influence sur la création de valeur *ex ante*, mais diminue significativement la performance quand celle-ci est mesurée dans une optique *ex post*. La présence d'administrateurs diplômés par les mêmes établissements semble donc plutôt réduire la qualité des échanges cognitifs que stimuler ces derniers.
- La présence, au sein de l'organe de contrôle, de « cumulards » ayant occupé par le passé ou occupant actuellement un poste exécutif dans la firme considérée n'a pas d'effets significatifs sur la performance, ni dans une vision *ex ante*, ni dans une optique *ex post*.
- La somme des années de présence commune des « cumulards » au sein de l'organe de contrôle influe favorablement sur la création de valeur et conduit à une performance *ex post* plus forte. Cet aspect semble donc contribuer à l'amélioration de l'ambiance de travail en équipe, de la confiance et des échanges cognitifs parmi les mandataires, ce qui se traduit par une meilleure efficacité consultative et décisionnelle du conseil d'administration et, *in fine*, une meilleure performance.
- Au niveau des variables médiatrices, nous avons observé un effet négatif de la taille du conseil d'administration sur la performance *ex post*. Quant aux réunions annuelles, leur nombre n'a pas d'effet sur la création de valeur *ex ante*, mais un impact négatif dans une optique *ex post*. Un nombre plus important de comités permet de renforcer la création de valeur dans les deux perspectives précitées. Enfin, la moyenne d'âge des administrateurs a un impact faiblement négatif sur la VAC et clairement négatif sur la RCP_AJ.
- L'analyse des variables contrôle fait ressortir un effet négatif de la taille de la firme sur la performance *ex post*. S'y ajoute un impact négatif de la présence d'actionnaires dominants dans une optique *ex ante* et devient positif dans une considération *ex post*. La coexistence de liens personnels et financiers diminue la performance mesurée par la RCP_AJ. Enfin, le recours à une structure moniste s'avère favorable à la création de valeur.

Tableau 106 : Synthèse de l'impact des variables explicatives dans l'échantillon global sur la création de valeur

Variable explicative	Conséquences pour l'efficacité de l'organe de contrôle		Impact global sur la performance de l'entreprise	
	<i>ex ante</i> (VAC)	<i>ex post</i> (RCP_AJ)		
CUMUL_TOTAL	baisse de la discipline	baisse de la discipline	négatif	
CUMUL_DIREC	baisse de la discipline	baisse de la discipline	négatif	
CUMUL_CONTR	pas d'effet significatif	pas d'effet significatif	neutre	
REPUT_TOTAL	pas d'effet significatif	pas d'effet significatif	neutre	
REPUT_DIREC	baisse de la discipline	baisse de la discipline	négatif	
REPUT_CONTR	renforcement de la discipline	renforcement de la discipline	positif	
INFO_FIRMES	meilleur approvisionnement en informations	meilleur approvisionnement en informations	positif	
INFO_ERT	pas d'effet significatif	baisse de l'efficacité cognitive	neutre	négatif
INFO_ALTER	pas d'effet significatif	pas d'effet significatif	neutre	
COMPET_GENER	pas d'effet significatif	baisse de l'efficacité cognitive	neutre	négatif
COMPET_SPECI	pas d'effet significatif	pas d'effet significatif	neutre	
LONGEVITE	pas d'effet significatif	renforcement de l'efficacité cognitive	neutre	positif
TAILLE_CONSEIL	pas d'effet significatif	baisse de l'efficacité	neutre	négatif
REUNIONS	pas d'effet significatif	baisse de l'efficacité	neutre	négatif
COMITES	renforcement de l'efficacité	renforcement de l'efficacité	positif	
AGE	baisse de l'efficacité	baisse de l'efficacité	négatif	
TAILLE_FIRME	-	-	neutre	négatif
ACTION_DOMIN	-	-	négatif	positif
LIENS_FIN	-	-	neutre	négatif
STRUCT_MON	-	-	neutre	positif

Source : notre propre tableau

Section 2 : Test de la validité du modèle de recherche : analyse des échantillons nationaux

Après avoir présenté l'analyse de l'échantillon global, la sous-section subséquente aura pour objet de conduire les tests économétriques pour nos échantillons nationaux, la finalité étant de vérifier la validité de notre modèle de recherche séparément pour les systèmes de liens inter-conseils en France et en Allemagne. La démarche suivie sera identique à celle retenue dans la section précédente. Ainsi, nous rappellerons rapidement la construction des échantillons, présenterons, de façon synthétique, les analyses économétriques préliminaires qui ont permis d'identifier les méthodes de *panel* à appliquer (sous-section 2.1), et terminerons par la mise en lumière et l'interprétation des principaux résultats obtenus (sous-section 2.2).

2.1 Rappel des échantillons nationaux et tests préliminaires

La sous-section suivante vise à rappeler la construction des deux échantillons nationaux et à présenter les tests préliminaires qui nous ont permis de sélectionner les analyses de *panel* se prêtant le mieux, compte tenu des caractéristiques des données françaises et allemandes collectées, pour tester la plausibilité de notre modèle de recherche synthétique.

2.1.1 Rappel de la constitution des échantillons nationaux testés

Dans la mesure où nous avons présenté de façon détaillée la constitution des échantillons nationaux dans les deux premiers chapitres de cette partie, nous nous limiterons, ci-après, comme dans la sous-section précédente, à un rappel sommaire des principales caractéristiques et invitons le lecteur à se référer, en cas de besoin, aux explications figurant au début de la partie IV.

Nos échantillons nationaux s'étalent sur une période de cinq ans (2001-2005). Ils comprennent les sociétés cotées dans l'indice boursier CAC 40 dans le cas de l'échantillon français, ainsi que les groupes figurant dans l'indice DAX 30 pour l'échantillon allemand, la date de sélection des entreprises étudiées ayant été, dans les deux cas, le 31 décembre 2005. Au total, l'échantillon français est constitué de 199 observations (= 40 sociétés · 5 ans, moins une observation en raison du fait que le groupe Arcelor n'a été fondé qu'en 2002). L'absence d'une observation au niveau de l'exercice 2001 fait que les données collectées pour l'Hexagone forment une matrice de *panel* non cylindrique. Pour ce qui est de l'échantillon outre-Rhin, il repose sur un total de 150 observations (= 30 sociétés cotées · 5 ans). Contrairement à l'échantillon français, il s'agit donc de données de *panel* prenant une forme cylindrique classique.

2.1.2 Les tests économétriques préliminaires

Nous présenterons ci-après les tests préliminaires des échantillons nationaux. Il s'agit *a priori* du même type d'analyses, déjà réalisées pour l'échantillon global. Afin d'éviter des répétitions inutiles, nous ne reviendrons, toutefois, pas sur les détails des tests conduits, mais invitons le lecteur, en cas de besoin, à se référer aux explications de la sous-section précédente.

Vérification de l'absence de problèmes de multicollinéarité

Le premier test vérifie l'absence de problèmes de multicollinéarité entre les variables explicatives. On peut conclure à cette absence quand les facteurs *VIF* sont inférieurs à 4. Comme pour l'échantillon global, nous testerons cinq sous-modèles comprenant un nombre différent de variables disciplinaires et / ou cognitives. Le tableau subséquent synthétise les tests (tableau 107).

Tableau 107 : Tests de multicollinéarité : analyse des échantillons nationaux

Variable	Hypo- thèse	Échantillon français					Échantillon allemand				
		Valeurs <i>VIF</i>					Valeurs <i>VIF</i>				
		SM I	SM II	SM III	SM IV	SM V	SM I	SM II	SM III	SM IV	SM V
CUMUL_TOTAL	H1	1,630			1,717		1,654			2,521	
CUMUL_DIRECT	H1a		1,996			2,141		1,663			2,090
CUMUL_CONTR	H1b		2,120			2,317		1,855			2,460
REPUT_TOTAL	H2	1,323			1,482		1,141			2,215	
REPUT_DIRECT	H2a		1,474			1,709		2,002			2,641
REPUT_CONTR	H2b		1,746			2,255		1,883			2,535
INFO_FIRMES	H3			1,144	1,168	1,196			1,210	1,360	1,387
INFO_ERT	H4			1,428	1,469	2,058			1,546	1,731	1,774
INFO_LEGION	H5a			1,966	2,033	2,025					
INFO_MERITE	H5b			1,568	1,586	1,652					
INFO_HONOR	H5c								2,050	2,253	2,463
INFO_BVK	H5d								2,048	2,078	2,236
COMPET_ECOLE	H6a			1,454	1,463						
COMPET_ENA	H6b					1,411					
COMPET_X	H6c					2,155					
COMPET_PHD	H6d								1,219	2,355	2,643
COMPET_SPECI	H7			1,624	1,626	1,692			1,490	1,598	1,826
LONGEVITE	H8			1,872	1,970	2,102			1,500	1,559	1,635
TAILLE_CONSEIL	H9	1,584	1,776	1,849	1,928	2,108	1,567	1,591	1,619	1,837	1,859
REUNIONS	H10	1,426	1,482	1,639	1,652	1,738	1,135	1,147	1,189	1,236	1,266
COMITES	H11	1,189	1,195	1,294	1,300	1,339	1,186	1,263	1,419	1,443	1,512
AGE	H12	1,585	1,653	1,722	1,924	2,041	1,253	1,430	1,247	1,412	1,644
TAILLE_FIRME	H13	1,842	2,531	1,840	2,090	2,762	1,535	1,759	1,700	1,821	1,930
ACTION_DOMIN	H14	1,417	1,456	1,328	1,630	1,706	1,161	1,173	1,294	1,294	1,331
LIENS_FIN	H15	1,226	1,807	1,175	1,273	1,903	1,270	1,536	1,172	1,529	1,717
STRUCT_MON	H16	1,244	1,249	1,606	1,729	1,822					
Minimum <i>VIF</i>		1,189	1,195	1,144	1,168	1,196	1,135	1,147	1,172	1,236	1,266
Maximum <i>VIF</i>		1,842	2,531	1,966	2,090	2,762	1,654	2,002	2,050	2,521	2,643
Moyenne <i>VIF</i>		1,447	1,707	1,567	1,649	1,907	1,322	1,573	1,479	1,765	1,942

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; SM = sous-modèle

D'après le tableau précédent, il ne semble pas exister de problèmes de multicolinéarité majeurs, les moyennes *VIF* étant, pour nos échantillons nationaux, inférieures à deux. De plus, la valeur maximum *VIF* atteint 2,762 pour la variable TAILLE_FIRME dans le sous-modèle V français et 2,643 pour la variable COMPET_PHD du même sous-modèle de l'échantillon allemand, indiquant que toutes les variables se caractérisent par des niveaux *VIF* inférieurs à trois. Dans la mesure où les moyennes nationales et les niveaux individuels des facteurs *VIF* se trouvent clairement en dessous du seuil critique de quatre, nous ne pouvons donc rejeter l'hypothèse H_0 relative à l'absence de multicolinéarité entre les variables dépendantes.

Vérification de l'absence d'hétéroscédasticité

Pour vérifier si les variances de nos variables sont homogènes ou non, nous avons réalisé, tout comme pour l'échantillon global, des tests d'hétéroscédasticité. Rappelons que ce test permet de savoir si nous pouvons analyser nos modèles à travers l'application de la méthode des moindres carrés ordinaires ou – au cas où nous constaterions l'existence d'une hétéroscédasticité significative entre les variables – s'il est nécessaire de mobiliser d'autres méthodes d'analyse économétriques. Nous avons conduit à nouveau des tests de *White*. Les résultats de ces tests sont synthétisés dans le tableau subséquent (tableau 108).

Tableau 108 : Tests d'hétéroscédasticité : analyse des échantillons nationaux

sous-modèle		Variable dépendante : VAC				
		I	II	III	IV	V
France	R ² non corrigé	0,392	0,507	0,815	0,916	0,352
	N • T • R ²	78,045	100,861	162,243	182,252	70,094
	valeur p	0,082	0,147	0,038	0,199	0,001
	hétéroscédasticité ?	oui	non	oui	non	oui
Allemagne	R ² non corrigé	0,458	0,465	0,897	0,274	0,285
	N • T • R ²	68,773	69,711	134,528	41,110	42,718
	valeur p	0,060	0,651	0,128	0,085	0,145
	hétéroscédasticité ?	oui	non	non	oui	non
sous-modèle		Variable dépendante : RCP_AJ				
		I	II	III	IV	V
France	R ² non corrigé	0,647	0,858	0,951	0,987	0,478
	N • T • R ²	128,761	170,835	189,344	195,503	95,171
	valeur p	0,000	0,000	0,001	0,059	0,000
	hétéroscédasticité ?	oui	oui	oui	oui	oui
Allemagne	R ² non corrigé	0,391	0,532	0,732	0,281	0,235
	N • T • R ²	58,605	79,749	109,782	42,174	35,231
	valeur p	0,246	0,332	0,669	0,069	0,410
	hétéroscédasticité ?	non	non	non	oui	non

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL

Les tests d'absence d'hétéroscédasticité révèlent des résultats surprenants (tableau 108). À la différence de l'échantillon bi-national, nous ne pouvons constater d'hétéroscédasticité pour l'ensemble des sous-modèles conçus. Au niveau de la mesure de performance *ex ante* (VAC), le test de *White* montre que l'hypothèse d'homoscédasticité ne peut être rejetée pour deux des cinq sous-modèles français et pour trois des cinq sous-modèles allemands. Concernant le critère *ex post* (RCP_AJ), tous les sous-modèles français indiquent une distribution hétéroscédastique des résidus, alors que cela n'est le cas que pour un des cinq sous-modèles allemands.

Soulignons que ce résultat détermine les méthodes de régression qui sont à appliquer pour tester nos sous-modèles, l'existence d'hétéroscédasticité au niveau des résidus demandant habituellement de mobiliser des procédures autres que celle des moindres carrés ordinaires. Par conséquent, nous proposons de reconduire les tests de *White* après la correction de nos données collectées pour des valeurs aberrantes, l'objectif étant de voir si les sous-modèles des échantillons respectifs se rapprochent concernant la forme que prennent les résidus.

Vérification de la normalité des résidus

Outre les tests d'absence de multicolinéarité et d'hétéroscédasticité, nous avons vérifié si les résidus suivent une distribution normale. À cette fin, nous avons effectué le test de *Jarque-Bera* dont les résultats sont résumés dans le tableau figurant ci-dessous (tableau 109).

Tableau 109 : Tests de normalité des résidus : analyse des échantillons nationaux

sous-modèle		Variable dépendante : VAC				
		I	II	III	IV	V
France	χ^2	23,216	25,759	21,798	26,261	32,588
	valeur p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	normalité ?	oui	oui	oui	oui	oui
Allemagne	χ^2	1,553	10,486	5,294	4,009	13,020
	valeur p	0,460	0,005	0,071	0,135	0,001
	normalité ?	non	oui	oui	non	oui
sous-modèle		Variable dépendante : RCP_AJ				
		I	II	III	IV	V
France	χ^2	1.612,6	1.635,9	1.618,2	1.623,4	1.542,3
	valeur p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	normalité ?	oui	oui	oui	oui	oui
Allemagne	χ^2	41,607	53,413	53,302	46,503	52,083
	valeur p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	normalité ?	oui	oui	oui	oui	oui

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL

Après avoir conduit les tests de *Jarque-Bera*, nous constatons, à nouveau, un résultat quelque peu surprenant. D'une part, nous pouvons confirmer, pour les deux échantillons nationaux, que les résidus dans tous les sous-modèles basés sur la VAC suivent une distribution normale. D'autre part, l'analyse des modèles retenant la mesure RCP_AJ révèle que cela est uniquement le cas pour les sous-modèles français, alors qu'au niveau de l'échantillon allemand, seuls trois des cinq sous-modèles se caractérisent par des résidus suivant une loi normale. Comme pour les tests d'absence d'hétéroscédasticité, nous supposons que cela est dû aux valeurs aberrantes qui déforment la distribution des résidus. Aussi, nous décidons de reconduire les tests de *Jarque-Bera* après avoir corrigé les échantillons pour ces valeurs.

Pour identifier les cas « déviants », nous avons, comme pour l'échantillon global, repéré toutes les observations dont les résidus dépassent un niveau de 2,5 unités d'écart-type. Après, nous avons étudié, de manière détaillée, chacune des observations aberrantes, l'objectif étant de repérer celles qui s'expliquent par des événements économiques ou commerciaux exceptionnels justifiant une élimination dans nos analyses. Le tableau suivant résume, pour chaque échantillon analysé et classé selon les sous-modèles, les « *outliers* » identifiés (tableau 110).

Tableau 110 : Les valeurs déviantes : analyse des échantillons nationaux

Sous-modèle		Variable dépendante : VAC					Variable dépendante : RCP_AJ				
France	I	ALC (03, 02, 01)		EADS (03)	FRT (03)	PUB (02)	VIV (03, 02)	FRT (03, 02)			
	II	ALC (03, 02)		EADS (03)	FRT (03)	PUB (02)	VIV (03, 02)	FRT (03, 02)			
	III	ALC (03)	ARC (02)	EADS (03)	FRT (03)		VIV (03)	FRT (03, 02)			
	IV	ALC (03, 02)	ARC (02)	EADS (03)	FRT (03)		VIV (03)	FRT (03, 02)			
	V	ALC (03)		EADS (03)	FRT (03)		VIV (03)	FRT (03, 02)			
Allemagne	I		IFX (03, 01)					DPW (02)	DTE (02)	IFX (02)	LHA (03)
	II		IFX (03)					DPW (02)	DTE (02)		LHA (03)
	III	CON (03)	IFX (03)					DPW (02)	DTE (02)		RWE (01)
	IV		IFX (03, 01)					DPW (02)	DTE (02)		RWE (01)
	V		IFX (03)					DPW (02)	DTE (02)		LHA (03) RWE (01)

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; classement selon les sous-modèles testés ; années concernées entre parenthèses ; ALC = Alcatel ; ARC = Arcelor ; FRT = France Télécom ; PUB = Publicis ; VIV = Vivendi ; CON = Continental ; DPW = Deutsche Post Word Net ; DTE = Deutsche Telekom ; IFX = Infineon Technologies ; LHA = Deutsche Lufthansa

Les cas déviants posent problème dans les deux échantillons nationaux, les modèles basés sur la variable VAC étant plus touchés dans l'échantillon français et les modèles retenant comme variable indépendante la RCP_AJ davantage outre Rhin. Nous présenterons ci-après les sociétés concernées. Pour éviter des répétitions inutiles, nous nous limiterons, cependant, aux entreprises n'ayant pas encore fait l'objet d'analyses dans l'échantillon global, et nous nous contenterons de rappeler la décision quant à une éventuelle élimination pour les autres.

Alcatel (exercices 2001, 2002 et 2003)

Les années 2001, 2002 et 2003 du groupe Alcatel sont éliminées au niveau de l'analyse des modèles retenant la VAC comme variable à expliquer.

Arcelor (exercice 2002)

L'exercice 2002 du groupe Arcelor est éliminé de l'analyse de nos modèles qui sont basés sur la mesure de performance *ex ante* VAC.

EADS (exercice 2003)

L'année 2003 du groupe aéronautique européen EADS est maintenue pour l'ensemble des analyses économétriques.

France Télécom (exercices 2002 et 2003)

L'exercice 2003 du groupe France Télécom ne sera pas considéré lors de l'analyse des sous-modèles basés sur la mesure de performance *ex ante*, la VAC. De plus, les années 2002 et 2003 du groupe ne feront pas l'objet d'analyses économétriques portant sur la variable à expliquer *ex post*, à savoir la RCP_AJ.

Publicis (exercice 2002)

L'année 2002 du groupe Publicis sera maintenue dans l'ensemble de nos analyses empiriques, qu'elles portent sur un critère de performance *ex ante* (VAC) ou sur une mesure de création de valeur *ex post* (RCP_AJ).

Vivendi (exercices 2002 et 2003)

Les années 2002 et 2003 du groupe Vivendi seront exclues de la totalité des investigations empiriques qui s'appuieront sur notre critère de performance *ex ante*, VAC. Les analyses des sous-modèles basés sur la mesure de création de valeur *ex post* RCP_AJ ne seront, en revanche, pas concernées par des éliminations ou ajustements.

Continental (exercice 2003)

L'exercice 2003 du groupe allemand Continental sera maintenu dans l'analyse des sous-modèles basés sur la mesure de performance *ex ante*, VAC.

Infineon Technologies (exercices 2001, 2002 et 2003)

L'année 2003 du groupe *Infineon* Technologies ne sera pas éliminée des analyses empiriques portant sur la variable à expliquer VAC. Pour ce qui est des exercices 2002 et 2001, ils ne faisaient pas partie, dans notre échantillon global, des valeurs déviantes identifiées. Durant la période 2001-2002, l'entreprise se caractérise – comme de nombreux autres groupes du secteur des semi-conducteurs – par une très forte destruction de valeur actionnariale ($VAC_{2001} = -98\%$ et $VAC_{2002} = -81,8\%$, respectivement après déduction des coûts de fonds propres).

En revanche, les effets de l'éclatement de la bulle spéculative sur la performance comptable ont été comparativement faibles ($RCP\_AJ_{2001} = -24,2\%$; $RCP\_AJ_{2002} = -29,8\%$). Dans la mesure où les années 2001 et 2002 ne posent que partiellement problème dans nos analyses (l'exercice 2001 pour les sous-modèles I et IV basés sur la mesure de performance *ex ante* VAC et l'exercice 2002 pour le sous-modèle I retenant comme indicateur de création de valeur la mesure *ex post* RCP_AJ), nous décidons de maintenir l'ensemble des observations de la société *Infineon* dans nos investigations, quelle que soit la variable indépendante choisie.

Deutsche Post World Net (exercice 2002)

L'ancienne entreprise étatique *Deutsche Post World Net* se caractérise, en 2002, par une rentabilité des fonds propres très importante ($RCP\_AJ_{2002} = 41,1\%$ après déduction du coût du capital). Celle-ci s'explique tant par le niveau relativement faible des fonds propres à la fin de l'année 2001, que par le fait que nous avons majoré le résultat initial en réintégrant une dépense exceptionnelle à hauteur de 907 M €, imposée par la Commission Européenne en raison de la réception de subventions fédérales, jugées illicites. Cela conduit à un résultat net de 2,473 Md € qui est à rapporter au niveau moyen des fonds propres de 5,224 Md €. Après correction du résultat net de l'événement exceptionnel que constitue, à notre avis, l'amende précitée, nous ne voyons pas d'autres aspects pouvant justifier l'élimination de l'exercice en question des analyses. Par conséquent, l'année 2002 sera maintenue dans nos investigations empiriques.

Deutsche Telekom (exercice 2002)

Le groupe *Deutsche Telekom* rencontre, après la fin de la bulle des « *dot.com* » en 2002, les mêmes problèmes que son confrère français, France Télécom. Ainsi, la perte catastrophique de -24,587 Md € en 2002 s'explique, entre autres, par les amortissements exceptionnels des écarts d'acquisition sur la société filiale américaine *T-Mobile* et les licences *UMTS* correspondantes, faisant que le total des amortissements de la maison mère augmentent de plus de 140 %, comparé à l'exercice précédent. En raison du caractère exceptionnel de ces opérations et de leur impact vraisemblablement très fort sur la validité de notre modèle de recherche, nous pensons qu'il est judicieux d'exclure l'année 2002 du groupe *Deutsche Telekom* de nos analyses économétriques retenant le critère *ex post* RCP_AJ comme variable à expliquer.

Deutsche Lufthansa (exercice 2003)

La compagnie aérienne *Deutsche Lufthansa* enregistre, sur l'exercice 2003, une rentabilité des fonds propres ajustée pour le risque de -38 %. Cette faible performance s'explique principalement par la mauvaise conjoncture économique des années précédentes et la reprise très lente du transport aérien international après les attaques terroristes en Amérique du Nord en 2001. Néanmoins, nous n'avons pu identifier d'événements économiques ou commerciaux extraordinaires (amortissements exceptionnels, cessions importantes...) et propres au groupe qui justifieraient une exclusion de l'exercice 2003 des analyses. Par conséquent, l'année en question sera maintenue dans les investigations de notre échantillon allemand.

RWE (exercice 2001)

Dans le cas du producteur d'électricité allemand *RWE (Rheinisch-Westfälisches Elektrizitätswerk)*, nous n'avons pas non plus pu détecter d'événements exceptionnels justifiant une élimination de l'année 2001 de nos analyses. De surcroît, la rentabilité des capitaux propres du groupe s'élève, dans l'exercice en question, à 6,6 % uniquement (après déduction du coût des fonds propres). L'identification de l'année 2001 du groupe comme valeur aberrante semble donc uniquement s'expliquer par le fait que le résidu standardisé de cette observation se trouve très proche du seuil critique de 2,5 unités d'écart-type. Par conséquent, l'exercice 2001 du poids lourd allemand *RWE* sera maintenu dans les analyses économiques des sociétés de l'indice DAX 30.

Après élimination des observations précitées, les résultats des tests préliminaires ont légèrement évolué. Ainsi, l'hypothèse H_0 relative à l'absence d'hétéroscédasticité des résidus ne peut plus être rejetée dans quatre des cinq sous-modèles allemands. En revanche, rien n'a changé au niveau de notre échantillon français. Pour ce qui est des tests de normalité (tests de *Jarque-Bera*), nous ne pouvons constater de changements significatifs dans les sous-échantillons. Cela confirme l'interprétation initiale d'une distribution normale des résidus dans l'ensemble des sous-modèles, indépendamment de la mesure de performance (*ex ante* ou *ex post*) retenue.

Comme pour l'échantillon global, il sera nécessaire de vérifier, maintenant, si nos sous-échantillons peuvent être étudiés à l'aide d'une méthode de *panel* et, en cas de confirmation, laquelle des approches existantes doit être appliquée.⁴⁶⁴ À cette fin, nous proposons de conduire, d'abord, des tests généraux de *pooling*. Si ces tests montrent qu'une méthode de *panel* peut en effet être mobilisée, la réalisation de tests additionnels (tests de *Breusch-Pagan* et d'*Hausman*) permettra d'identifier la méthode la plus appropriée pour nos observations. Le tableau subséquent synthétise les résultats des tests de *pooling* réalisés (tableau 111).

Tableau 111 : Tests de *pooling* : analyse des échantillons nationaux

sous-modèle		Variable dépendante : VAC				
		I	II	III	IV	V
France	valeur F	1,370	1,325	1,587	1,515	1,378
	valeur p	0,095	0,121	0,028	0,043	0,093
	hypothèse H_0	rejetée	acceptée	rejetée	rejetée	rejetée
Allema g n	valeur F	0,839	0,857	0,787	0,794	0,879
	valeur p	0,700	0,676	0,767	0,758	0,645
	hypothèse H_0	acceptée	acceptée	acceptée	acceptée	acceptée
sous-modèle		Variable dépendante : RCP_AJ				
		I	II	III	IV	V
France	valeur F	6,209	5,844	7,460	7,704	6,035
	valeur p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	hypothèse H_0	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée
Allema g n	valeur F	4,191	2,997	4,455	4,359	2,988
	valeur p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	hypothèse H_0	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; après élimination des valeurs aberrantes

⁴⁶⁴ Pour plus d'informations sur la nature et l'ordre des tests réalisés, cf. les renseignements dans la section 1 de cette partie, ainsi que la figure 55.

Le tableau 111 indique des résultats similaires à ceux, obtenus pour l'échantillon global. Au niveau des analyses basées sur la VAC, l'hypothèse H_0 peut être validée pour le sous-modèle français II et pour l'ensemble des sous-modèles allemands, indiquant que la méthode en coupes cumulées est à préférer. En revanche, H_0 est rejetée dans les sous-modèles français I, III, IV et V, ce qui conduit à préconiser une analyse de *panel*. Concernant la variable à expliquer RCP_AJ, l'hypothèse H_0 doit être rejetée, tant pour l'échantillon français que pour les observations allemandes. En conséquence, la méthode de *panel* semble être la démarche la plus appropriée pour vérifier l'influence du partage d'administrateurs sur la création de valeur *ex post*.

Après un premier diagnostic, il convient d'identifier, parmi les méthodes de *panel* existantes, celle qui sera à appliquer pour les sous-modèles retenant la mesure de performance RCP_AJ comme variable à expliquer. À cette fin, nous effectuerons, comme nous l'avons fait pour l'échantillon global, des tests de *Breusch-Pagan* et d'*Hausman*. Le rejet de l'hypothèse H_0 du premier test – qui, rappelons-le, compare la méthode des coupes transversales cumulées avec la méthode de *panel* à effets aléatoires – indiquerait l'existence de variances non constantes des spécificités individuelles, auquel cas le modèle à effets aléatoires serait à appliquer. Quant à l'hypothèse H_0 du second test – celui-ci compare les méthodes de *panel* à effets fixes et à effets aléatoires –, son rejet conduirait à mobiliser le modèle à effets fixes. Les résultats des tests sont résumés dans les tableaux suivants (tableaux 112 et 113).

Tableau 112 : Tests de *Breusch-Pagan* : analyse des échantillons nationaux

sous-modélé		Variable dépendante : VAC				
		I	II	III	IV	V
France	valeur LM	0,731	1,079	0,004	0,399	1,064
	valeur p	0,392	0,299	0,951	0,527	0,302
	hypothèse H_0	acceptée	acceptée	acceptée	acceptée	acceptée
Allemagne	valeur LM	2,488	2,928	2,591	2,481	2,596
	valeur p	0,115	0,087	0,107	0,115	0,107
	hypothèse H_0	acceptée	rejetée	acceptée	acceptée	acceptée
sous-modélé		Variable dépendante : RCP_AJ				
		I	II	III	IV	V
France	valeur LM	62,972	53,442	59,936	59,583	25,260
	valeur p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	hypothèse H_0	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée
Allemagne	valeur LM	41,358	16,428	34,935	33,867	4,457
	valeur p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,035
	hypothèse H_0	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; après élimination des valeurs aberrantes

Tableau 113 : Tests d'*Hausman* : analyse des échantillons nationaux

sous-modèle		Variable dépendante : VAC				
		I	II	III	IV	V
France	valeur Q_H	35,098	40,708	42,262	47,882	52,472
	valeur p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	hypothèse H_0	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée
Allemagne	valeur Q_H	15,310	17,038	16,539	19,117	24,929
	valeur p	0,083	0,107	0,282	0,263	0,127
	hypothèse H_0	rejetée	acceptée	acceptée	acceptée	acceptée
sous-modèle		Variable dépendante : RCP_AJ				
		I	II	III	IV	V
France	valeur Q_H	31,513	35,582	53,830	58,733	82,597
	valeur p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	hypothèse H_0	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée	rejetée
Allemagne	valeur Q_H	5,279	11,930	17,432	17,705	48,639
	valeur p	0,809	0,369	0,234	0,341	0,000
	hypothèse H_0	acceptée	acceptée	acceptée	acceptée	rejetée

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; après élimination des valeurs aberrantes

Les tests de *Breusch-Pagan* et d'*Hausman* font ressortir des résultats clairs. Dans le cas des modèles retenant la VAC comme variable à expliquer, les statistiques *LM* confirment globalement les tests de *pooling* précédents selon lesquels une analyse sous forme de coupes transversales agrégées constituerait la méthode la plus appropriée.⁴⁶⁵ De plus, pour l'échantillon français et le premier sous-modèle allemand, les statistiques Q_H indiquent le rejet de l'hypothèse H_0 , confirmant ainsi notre conclusion initiale en faveur de la méthode cumulée. Bien que l'hypothèse H_0 relative aux valeurs Q_H soit acceptée pour les sous-modèles allemands II à V, les tests de *Breusch-Pagan* penchent de même en faveur de la méthode en coupes transversales agrégées.

Pour ce qui est des modèles basés sur la variable RCP_AJ, les conclusions s'avèrent difficiles. Si l'hypothèse H_0 des tests de *Breusch-Pagan* peut être rejetée, et pour les sous-modèles français, et pour les observations allemandes, les statistiques Q_H des tests d'*Hausman* se présentent de façon différente dans les échantillons nationaux. Au niveau des entreprises françaises, l'hypothèse H_0 peut ainsi être globalement rejetée, ce qui nous conduit à conclure en faveur de la méthode des coupes transversales agrégées. Quant à l'échantillon allemand, l'hypothèse H_0 ne peut être rejetée que pour le sous-modèle V, mais doit être acceptée pour les sous-modèles I à IV.

⁴⁶⁵ Notons que dans le cas du sous-modèle II de l'échantillon allemand, l'hypothèse H_0 a, cependant, dû être rejetée. Au vu de la faible significativité du résultat – la probabilité d'erreur étant inférieure à 10 % – et du fait que l'hypothèse d'absence d'une hétérogénéité inobservée a été acceptée au niveau des quatre sous-modèles restants, nous décidons, cependant, de globalement accepter l'hypothèse H_0 et, par conséquent, d'opter en faveur de l'application de la méthode des coupes transversales agrégées.

Alors qu'une démarche « standard » en coupes transversales cumulées est à suivre pour le sous-modèle V, la méthode de *panel* à effets aléatoires serait alors à privilégier pour les quatre modèles précités. Dans la mesure où le dernier sous-modèle comprend le plus grand nombre de variables indépendantes et constitue, de surcroît, notre modèle explicatif complet, nous proposons donc d'appliquer, pour la totalité des sous-modèles, la méthode des coupes agrégées et de vérifier les résultats, ensuite, par la méthode de *panel* à effets aléatoires.

Présence d'hétéroscédasticité et estimation par les moindres carrés pondérés

Comme nous l'avons évoqué avant l'analyse de l'échantillon global, l'application de la démarche « standard » des coupes transversales cumulées demande la confirmation de l'existence de l'homoscédasticité au niveau des résidus. Or, dans la mesure où nos tests d'absence d'hétéroscédasticité ont montré que cela n'était pas le cas pour les échantillons nationaux, l'application de cette méthode ne s'avère pas pertinente et risque de conduire à des estimations économétriques fausses et, *in fine*, à des conclusions biaisées. Pour remédier à ce problème, nous proposons, à nouveau, d'appliquer la méthode des moindres carrés pondérés. Ici, la nature hétéroscédastique des données est prise en considération à travers une pondération des résidus selon les variances estimées des erreurs des coupes cumulées de chacune des entreprises observées (*groupwise weighted least squares*). Cette procédure nous semble pertinente puisqu'elle tient compte de la structure de nos observations, à savoir de la considération, pour chacune des sociétés étudiées, de cinq exercices consécutifs (dimensions transversales et temporelles).

2.2 Analyse empirique des échantillons nationaux

L'analyse des échantillons nationaux sera réalisée en cinq étapes, l'objectif étant d'étudier, de façon détaillée, et au niveau de chacun des sous-modèles conçus, les effets probablement différents des liens sur la performance de part et d'autre du Rhin. Comme pour l'échantillon global, nous nous limiterons, au niveau de chaque étape, à l'analyse des variables disciplinaires et cognitives, l'influence des variables médiatrices et de contrôle n'étant étudiée qu'à la fin.

2.2.1 Analyse des sous-modèles disciplinaires

Nous commencerons par l'analyse du premier sous-modèle qui, dans la mesure où il est uniquement constitué des variables disciplinaires principales, a vocation à modéliser l'incidence des liens interconseils sur le niveau de discipline dans l'organe de contrôle et leurs conséquences en termes de création de richesse. Les résultats des tests de *panel* conduits sont résumés par les deux tableaux sous-jacents (tableaux 114 et 115).

Tableau 114 : Tests empiriques du sous-modèle I sur la VAC : les échantillons nationaux

sous-modèle I / VAC	France		facteur VIF	Allemagne		facteur VIF
	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)		coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	
constante	-1,7180*** (0,5030)	-3,416 (0,0008)	-	1,4944*** (0,5041)	2,959 (0,0036)	-
CUMUL_TOTAL	-0,2342*** (0,0482)	-4,855 (0,0000)	1,630	-0,0093 (0,0412)	-0,2256 (0,8219)	1,654
CUMUL_DIRECT						
CUMUL_CONTR						
REPUT_TOTAL	0,0005 (0,0017)	0,251 (0,8020)	1,323	0,0066* (0,0037)	1,764 (0,0799)	1,141
REPUT_DIRECT						
REPUT_CONTR						
INFO_FIRMES						
INFO_ERT						
INFO_LEGION						
INFO_MERITE						
INFO_HONOR						
INFO_BVK						
COMPET_ECOLE						
COMPET_ENA						
COMPET_X						
COMPET_PHD						
COMPET_SPECI						
LONGEVITE						
TAILLE_CONSEIL	-0,0110** (0,0049)	-2,235 (0,0266)	1,584	-0,0002 (0,0068)	-0,0260 (0,9793)	1,567
REUNIONS	0,0266*** (0,0075)	3,531 (0,0005)	1,426	0,0225 (0,0219)	1,030 (0,0305)	1,135
COMITES	0,0170 (0,0216)	0,787 (0,4321)	1,189	0,0558*** (0,0192)	2,897 (0,0044)	1,186
AGE	-0,0166** (0,0122)	-2,115 (0,0358)	1,585	-0,0170** (0,0072)	-2,350 (0,0202)	1,253
TAILLE_FIRME	0,0469*** (0,0121)	3,860 (0,0002)	1,841	-0,0419** (0,0189)	-2,218 (0,0282)	1,535
ACTION_DOMIN	-0,2266*** (0,0385)	-5,887 (0,0000)	1,417	-0,1688*** (0,0461)	-3,664 (0,0004)	1,161
LIENS_FIN	0,1289** (0,0525)	2,453 (0,0151)	1,226	-0,0676 (0,0585)	-1,156 (0,2497)	1,270
STRUCT_MON	0,0985*** (0,0313)	3,152 (0,0019)	1,244	-	-	-
Observations	192			150		
R ² (en %)	0,249 (24,9 %)			0,236 (23,6 %)		
R ³ corrigé (en %)	0,207 (20,7 %)			0,187 (18,7 %)		
F (valeur p)	5,998*** (0,0000)			4,815*** (0,0000)		

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRET ; méthode des moindres carrés pondérés en coupes transversales agrégées ; ***/**/* = significativité à 1 % / 5 % / 10 %

Tableau 115 : Tests empiriques du sous-modèle I sur la RCP : les échantillons nationaux

sous-modèle I / RCP	France		facteur VIF	Allemagne		facteur VIF
	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)		coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	
constante	-0,0254 (0,1336)	-0,190 (0,8496)	-	0,9748*** (0,1169)	8,339 (0,0000)	-
CUMUL_TOTAL	-0,0458*** (0,0104)	-4,415 (0,0000)	1,630	-0,0220** (0,0111)	-1,984 (0,0492)	1,654
CUMUL_DIRECT						
CUMUL_CONTR						
REPUT_TOTAL	0,0013** (0,0006)	2,206 (0,0286)	1,323	-0,0016 (0,0101)	-1,488 (0,1389)	1,141
REPUT_DIRECT						
REPUT_CONTR						
INFO_FIRMES						
INFO_ERT						
INFO_LEGION						
INFO_MERITE						
INFO_HONOR						
INFO_BVK						
COMPET_ECOLE						
COMPET_ENA						
COMPET_X						
COMPET_PHD						
COMPET_SPECI						
LONGEVITE						
TAILLE_CONSEIL	-0,0001 (0,0015)	-0,580 (0,5623)	1,584	-0,0023* (0,0014)	-1,658 (0,0995)	1,567
REUNIONS	-0,0041* (0,0022)	-1,852 (0,0656)	1,426	-0,0176*** (0,0055)	-3,193 (0,0017)	1,135
COMITES	-0,0006 (0,0053)	-0,118 (0,9066)	1,189	0,0128*** (0,0041)	3,116 (0,0022)	1,186
AGE	0,0004 (0,0021)	0,182 (0,8561)	1,585	-0,0047*** (0,0015)	-3,073 (0,0026)	1,253
TAILLE_FIRME	0,0029 (0,0039)	0,748 (0,4554)	1,842	-0,0298*** (0,0043)	-6,992 (0,0000)	1,535
ACTION_DOMIN	0,0010 (0,0100)	0,098 (0,9217)	1,417	-0,0174* (0,0102)	-1,705 (0,0905)	1,161
LIENS_FIN	0,0382* (0,0194)	1,973 (0,0500)	1,226	-0,0549*** (0,0127)	-4,333 (0,0000)	1,270
STRUCT_MON	0,0402*** (0,0091)	4,411 (0,0000)	1,244	-	-	-
Observations	197			149		
R ² (en %)	0,249 (24,9 %)			0,645 (64,5 %)		
R ³ corrigé (en %)	0,209 (20,9 %)			0,622 (62,2 %)		
F (valeur p)	6,178*** (0,0000)			28,077*** (0,0000)		

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETTL ; méthode des moindres carrés pondérés en coupes transversales agrégées ; ***/**/* = significativité à 1 % / 5 % / 10 %

Les coefficients de détermination ajustés R^2 se trouvent, dans trois des quatre régressions, à des niveaux d'environ 20 %. En revanche, l'analyse du critère RCP_AJ avec l'échantillon allemand fait ressortir un R^2 ajusté très important de 62,2 %. Ce niveau élevé se retrouve, d'ailleurs, dans chacun des sous-modèles allemands retenant ce critère de performance. Les valeurs F témoignent d'une qualité globalement bonne de nos régressions. De plus, les faibles valeurs VIF indiquent qu'il n'y a pas de problèmes majeurs de multicollinéarité. Les tests t de *Student* montrent une influence négative de la variable disciplinaire CUMUL_TOTAL sur la création de valeur. Au niveau de l'échantillon français, cet effet est significatif dans les lectures *ex ante* et *ex post*, la probabilité d'erreur étant, dans les deux cas, inférieure à 1 %. Quant à l'échantillon allemand, seule la régression RCP_AJ fait ressortir un effet négatif et significatif pour un niveau α de 5 %. De surcroît, nous constatons que le coefficient β est très important dans le sous-modèle français retenant la VAC. Ainsi, l'augmentation du cumul de mandats moyen par un poste se traduit par une forte détérioration de la création de valeur (-23,4 %) quand celle-ci est mesurée par un critère *ex ante*. Autrement dit, les marchés financiers semblent réagir très négativement à l'existence d'un niveau importante de liens interconseils (tous types confondus). Si la réaction *ex post* est beaucoup moins importante, elle reste, toutefois, clairement négative. De plus, l'effet français s'avère deux fois plus fort que l'impact du cumul de postes sur la performance des firmes allemandes.

Ces résultats confortent l'hypothèse H_1 et corroborent nos conclusions pour l'échantillon global. Le nombre de mandats de direction et de contrôle cumulés, en moyenne, par un administrateur affecte ainsi significativement la performance, un niveau plus élevé entraînant, *ceteris paribus*, une moindre création de valeur. Pour la France, cela est confirmé pour les deux mesures de création de valeur alors qu'en Allemagne, nous ne constatons qu'un impact négatif sur la performance *ex post*. Comme pour l'analyse globale, nos résultats confirment l'argument de FICH / SHIVDASANI (2006) selon lequel le cumul de postes externes conduirait à un contrôle moins efficace du *management*. La baisse de l'efficacité du conseil débouche donc sur une moindre création de richesse. En revanche, nos résultats s'opposent à ceux de VAFEAS (1999), FERRIS *et al.* (2003) et NICHOLSON / KIEL (2006) qui ne détectent aucune influence significative du cumul de mandats sur la performance. Au niveau de la France, nos résultats contredisent les travaux de CHARREAUX (1991) et de NUGYEN-DANG (2006), mais confirment en partie le résultat de PICHARD-STAMFORD (2000).⁴⁶⁶ Quant à l'Allemagne, il n'existe, à notre connaissance, pas d'étude comparable, la majorité des travaux étant limitée à la question de l'effet du cumul de mandats externes des membres du directoire sur la création de valeur.

⁴⁶⁶ Rappelons que CHARREAUX (1991) avait observé une relation positive entre le cumul de mandats et la création de valeur dans les firmes *managériales*, alors que NGUYEN-DNAG (2006) n'avait trouvé aucun impact du cumul de mandats par le PDG sur la performance (ni *ex ante*, ni *ex post*). Quant à PICHARD-STAMFORD (2000), il avait trouvé une relation négative entre le nombre d'administrateurs exerçant au minimum cinq mandats (dont le type n'a pas été précisé) et la rentabilité économique mais, en revanche, une influence positive sur la performance quand uniquement les « cumulards » occupant au minimum dix mandats ont été considérés.

Au niveau de la seconde variable disciplinaire, REPUT_TOTAL, les tests *t* de *Student* n'aboutissent pas à des résultats clairs. D'une part, nous constatons pour l'échantillon allemand un impact positif de l'expérience, en termes de compétences de contrôle, des administrateurs multimandats sur la création de valeur *ex ante* (VAC). Or, cette relation n'est que faiblement significative. D'autre part, nous observons pour les entreprises françaises un effet significativement positif de ladite variable sur le critère de performance *ex post* (RCP_AJ). De surcroît, les coefficients de régression standardisés β sont, dans les deux cas, très faibles. Dans la mesure où il n'existe, à notre connaissance, pas de travaux allemands ou français déjà réalisés sur cet aspect, nous ne pouvons, toutefois, comparer nos résultats et évaluer leur robustesse.

Compte tenu de la faiblesse des résultats, nous ne pouvons que partiellement valider l'hypothèse H₂. Cependant, nos résultats vont en principe dans le même sens que les travaux confirmant l'existence d'un effet de réputation susceptible de renforcer – *via* l'attribution, sur le marché du travail externe des administrateurs, de postes de contrôle en fonction des compétences en termes de contrôle des mandataires – le niveau de discipline au sein du conseil d'administration, ce qui se traduit *in fine* par une meilleure performance (*i. a.* SHIVDASANI, 1993 ; BRICKLEY *et al.*, 1999 ; FERRIS *et al.*, 2003 ; YEO *et al.*, 2003 ; FICH, 2005 ; FICH / WHITE, 2005 ; HARFORD, 2005 ; SRINIVASAN, 2005 ; FICH / SHIVDASANI, 2006). L'absence de résultats très significatifs semble toutefois parler en faveur de l'idée, déjà formulée par d'autres auteurs, de l'existence de phénomènes empêchant parfois un fonctionnement efficace du marché (PERRY / PEYER, 2005 ; BARNEA / GUEDJ, 2009 ; HWANG / KIM, 2009).

Le second sous-modèle avait pour objectif de distinguer les liens selon la nature des mandats cumulés (tableaux 116 et 117). Concrètement, nous avons testé le rôle des variables reflétant les fonctions actuellement occupées par un mandataire (CUMUL_DIREC et CUMUL_CONTR, hypothèses H_{1a} et H_{1b}), ainsi que celle qui représentent son niveau d'expérience en termes de contrôle *managérial* (REPUT_DIREC et REPUTCONTR, hypothèses H_{2a} et H_{2b}). Compte tenu de l'augmentation du nombre de variables explicatives, les coefficients R^2 connaissent également une hausse, atteignant 23 % environ au niveau de l'échantillon français. En ce qui concerne nos observations allemandes, elles se caractérisent par des niveaux R^2 ajustés très différents (26,8 % *ex ante* et 73,6 % *ex post*). L'impression d'une qualité globalement bonne des régressions est renforcée par des valeurs *F* significatives ainsi que des valeurs *VIF* comparativement faibles.

Au niveau de l'échantillon français, les tests *t* de *Student* confirment l'existence d'une relation négative entre le nombre moyen des mandats de contrôle externes exercés par un administrateur (CUMUL_CONTR) et la performance. La relation est robuste avec un niveau $\alpha < 1$ %, que la performance soit mesurée dans une vision *ex ante* ou *ex post*. En revanche, le coefficient β est environ cinq fois plus important dans l'optique *ex ante*. Cela conforte nos résultats de l'analyse de l'échantillon global qui montre que la réaction des marchés face au cumul est plus forte que ce

que révèle l'analyse *ex post* de la valeur créée. Si le cumul de mandats de contrôle externes s'avère destructeur de valeur, il n'en va pas de même pour les postes de direction externes (CUMUL_DIREC) où nous n'observons pas d'effets significatifs sur la performance.

Tableau 116 : Tests empiriques du sous-modèle II sur la VAC : les échantillons nationaux

sous-modèle II / VAC	France		facteur VIF	Allemagne		facteur VIF
	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)		coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	
constante	-1,6656*** (0,5512)	-3,022 (0,0029)	-	2,5196*** (0,5191)	4,854 (0,0000)	-
CUMUL_TOTAL						
CUMUL_DIREC	0,0284 (0,1754)	0,162 (0,8715)	1,996	-0,6865*** (0,1853)	-3,705 (0,0003)	1,663
CUMUL_CONTR	-0,2661*** (0,0583)	-4,563 (0,0000)	2,120	0,0634 (0,0453)	1,398 (0,1644)	1,855
REPUT_TOTAL						
REPUT_DIREC	-0,0189* (0,0099)	-1,911 (0,0576)	1,474	0,0832** (0,0393)	2,115 (0,0362)	2,002
REPUT_CONTR	0,0043 (0,0027)	1,569 (0,1184)	1,746	-0,0031 (0,0072)	-0,432 (0,6666)	1,883
INFO_FIRMES						
INFO_ERT						
INFO_LEGION						
INFO_MERITE						
INFO_HONOR						
INFO_BVK						
COMPET_ECOLE						
COMPET_ENA						
COMPET_X						
COMPET_PHD						
COMPET_SPECI						
LONGEVITE						
TAILLE_CONSEIL	-0,0109** (0,0052)	-2,077 (0,0392)	1,776	-0,0023 (0,0069)	-0,338 (0,7362)	1,591
REUNIONS	0,0268*** (0,0075)	3,581 (0,0004)	1,482	0,0102 (0,0205)	0,495 (0,6216)	1,147
COMITES	0,0194 (0,0215)	0,904 (0,3674)	1,195	0,0636*** (0,0188)	3,384 (0,0009)	1,263
AGE	0,0157** (0,0079)	1,989 (0,0482)	1,653	-0,0292*** (0,0070)	-4,157 (0,0001)	1,430
TAILLE_FIRME	0,0489*** (0,0145)	3,366 (0,009)	2,531	-0,0549*** (0,0190)	-2,887 (0,0045)	1,759
ACTION_DOMIN	-0,2354*** (0,0380)	-6,189 (0,0000)	1,456	-0,2072*** (0,0446)	-4,648 (0,0000)	1,173
LIENS_FIN	0,0767 (0,0595)	1,288 (0,1994)	1,807	-0,0298 (0,0586)	0,509 (0,6118)	1,536
STRUCT_MON	0,0992*** (0,0310)	3,196 (0,0016)	1,249	-	-	-
Observations	192			150		
R ² (en %)	0,278 (27,8 %)			0,322 (32,2 %)		
R ³ corrigé (en %)	0,230 (23,0 %)			0,268 (26,8 %)		
F (valeur p)	5,742*** (0,0000)			5,956*** (0,0000)		

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; méthode des moindres carrés pondérés en coupes transversales agrégées ; ***/**/* = significativité à 1 % / 5 % / 10 %

Tableau 117 : Tests empiriques du sous-modèle II sur la RCP : les échantillons nationaux

sous-modèle II / RCP	France		facteur VIF	Allemagne		facteur VIF
	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)		coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	
constante	-0,0045 (0,1606)	-0,028 (0,9778)	-	1,0020*** (0,1182)	8,477 (0,0000)	-
CUMUL_TOTAL						
CUMUL_DIRECT	0,0358 (0,0518)	0,692 (0,4897)	1,996	-0,2383*** (0,0440)	-5,412 (0,0000)	1,663
CUMUL_CONTR	-0,0570*** (0,0173)	-3,287 (0,0012)	2,120	0,0031 (0,0114)	0,274 (0,7846)	1,855
REPUT_TOTAL						
REPUT_DIRECT	-0,0092*** (0,0032)	-2,880 (0,0045)	1,474	-0,0281*** (0,0078)	-3,617 (0,0004)	2,002
REPUT_CONTR	0,0034*** (0,0010)	3,346 (0,0010)	1,746	0,0038** (0,0016)	2,327 (0,0214)	1,883
INFO_FIRMES						
INFO_ERT						
INFO_LEGION						
INFO_MERITE						
INFO_HONOR						
INFO_BVK						
COMPET_ECOLE						
COMPET_ENA						
COMPET_X						
COMPET_PHD						
COMPET_SPECI						
LONGEVITE						
TAILLE_CONSEIL	-0,0010 (0,0017)	-0,576 (0,5650)	1,776	-0,0022* (0,0013)	-1,695 (0,0924)	1,591
REUNIONS	-0,0077*** (0,0023)	-3,403 (0,0008)	1,482	-0,0137** (0,0054)	-2,565 (0,0114)	1,147
COMITES	0,0033 (0,0056)	0,595 (0,5524)	1,195	0,0091** (0,0041)	2,203 (0,0293)	1,263
AGE	0,0005 (0,0024)	0,225 (0,8223)	1,653	-0,0065*** (0,0016)	-3,981 (0,0001)	1,430
TAILLE_FIRME	0,0035 (0,0043)	0,819 (0,4141)	2,531	-0,0250*** (0,0045)	-5,603 (0,0000)	1,759
ACTION_DOMIN	-0,0017 (0,0111)	-0,151 (0,880)	1,456	-0,0128 (0,0104)	-1,228 (0,2215)	1,173
LIENS_FIN	0,0255 (0,0198)	1,289 (0,1989)	1,807	-0,0320** (0,0139)	-2,311 (0,0223)	1,536
STRUCT_MON	0,0378*** (0,0106)	3,577 (0,0004)	1,249	-	-	-
Observations	197			149		
R ² (en %)	0,274 (27,4 %)			0,756 (75,6 %)		
R ³ corrigé (en %)	0,227 (22,7 %)			0,736 (73,6 %)		
F (valeur p)	5,786*** (0,0000)			38,583*** (0,0000)		

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; méthode des moindres carrés pondérés en coupes transversales agrégées ; ***/**/* = significativité à 1 % / 5 % / 10 %

Pour ce qui est des résultats outre-Rhin, ils sont complètement inversés. Ainsi, nous observons un impact nettement négatif du cumul de postes exécutifs externes sur la création de valeur. La relation est significative avec $p < 0,001$ pour les deux critères de performance, l'effet de performance *ex ante* étant, comme pour les firmes françaises, plus important que l'incidence *ex post*. En revanche, le cumul de mandats de contrôle n'a d'effet sur la création de valeur dans aucune des optiques considérées. En d'autres termes, la présence, au sein du conseil de surveillance, d'un administrateur occupant par ailleurs la fonction du directeur général paraît très mal perçue par les marchés, alors que celle d'un mandataire exerçant, par exemple, dix mandats de contrôle externes n'est pas considérée de façon critique. Au vu des résultats divergents, nous validons l'hypothèse H_{1a} pour l'Allemagne et l'hypothèse H_{1b} pour la France.

Pour synthétiser, nous constatons donc que la présence, au sein des organes de contrôle des plus grandes sociétés françaises, d'administrateurs exerçant un nombre important de mandats externes semble fortement nuire à la performance tandis que la présence de « cumulards » à fonction(s) exécutive(s) externe(s) n'influe pas sur la création de valeur. Ces résultats confirment, en partie, ceux de KRAMARZ / THESMAR (2004) qui observent, dans l'analyse d'environ 6.000 mandataires sur la période 1992-2003, une influence négative du nombre de mandats de contrôle du PDG sur la rentabilité économique. Au niveau des sociétés allemandes, force est de constater que le cumul de mandats de direction externes dégrade la performance tandis que la présence de « cumulards » à fonctions non exécutives externes n'a pas d'influence significative sur la création de valeur. Ces résultats contredisent ceux d'ENTORF *et al.* (2009) qui observent que la présence de nombreux d'administrateurs à fonctions exécutives externes tend à diminuer – en raison de leur pouvoir relatif dans le réseau des états-majors – les niveaux de rémunération des dirigeants de la société les accueillant. Parallèlement, cet exercice de mandats de contrôle externes augmente, en raison d'une hausse du pouvoir de négociation et de leur influence relative dans le réseau – la rémunération des dirigeants mandatés (BALSMEIER / PETERS, 2009).

En ce qui concerne notre seconde paire de variables disciplinaires affinées, les résultats relatifs aux deux échantillons nationaux sont moins différents. Au niveau de la France, les tests *t* de *Student* font ressortir une incidence négative du niveau d'expérience d'un multimandataire en termes de *management* (CUMUL_DIREC). La relation n'est que faiblement significative dans le cas de la régression basée sur la VAC, mais fortement significative pour le modèle basé sur la RCP_AJ. Pour l'échantillon allemand, nous observons, à notre grande surprise, l'existence d'une relation positive et significative entre la variable CUMUL_DIREC et la mesure de performance *ex ante*. En revanche, pour la régression retenant la mesure RCP_AJ, nous constatons, comme dans le cas de la France, une influence significativement négative du niveau de compétences *managériales* acquis par un multimandataire. Pour la variable CUMUL_CONTR, nous observons le même type de relation de part et d'autre du Rhin. Ainsi, le niveau de compétences en termes de

contrôle d'un « cumulard » n'a pas d'effet sur le critère de performance *ex ante*, mais un impact significativement positif sur la création de valeur quand celle-ci est mesurée par un indicateur *ex post*. Tandis que les marchés financiers ne semblent pas valoriser la présence de « surveillants expérimentés » – à savoir, ayant occupé un nombre important de mandats de contrôle tout au long de leur carrière –, l'analyse du critère de performance RCP_AJ montre que cet atout semble pourtant renforcer l'efficacité du conseil de surveillance et, *in fine*, la performance de la firme. Compte tenu des résultats précités, nous pouvons valider tant l'hypothèse H_{2a} que l'hypothèse H_{2b} pour les deux pays considérés dans une perspective *ex post*.

Lorsqu'on synthétise les résultats, force est de constater que le niveau de compétences en termes de contrôle des multimandataires influe positivement sur la création de valeur quand celle-ci est mesurée par un critère *ex post* (RCP_AJ). En revanche, la présence de « cumulards » qui ont accumulé, au fil de leur carrière, beaucoup d'expériences *managériales* ne s'avère pas favorable à la création de valeur (dans les deux optiques). Pour l'échantillon français, l'effet négatif observé de la variable REPUT_DIRECT va de pair avec celui observé par PAQUEROT (1996). Cet auteur trouve une relation négative entre le nombre de mandats de PDG occupés par un dirigeant « enraciné » au cours de sa carrière et l'indice de *Sharpe*. À propos des mandats de contrôle accumulés par le PDG, l'auteur n'observe pas d'effet significatif sur la performance. Cela est conforme à notre régression retenant la mesure VAC comme variable dépendante. Pour ce qui est du réseau d'administrateurs outre-Rhin, il n'existe, à notre connaissance, aucune étude à laquelle nous pourrions comparer nos résultats. Cela semble vraisemblablement dû – comme le montre, d'ailleurs, l'existence uniquement d'une analyse française – à la difficulté d'obtenir des informations sur les compétences des multimandataires en termes de contrôle et de *management*. L'absence de travaux internationaux ayant opérationnalisé cet aspect paraît confirmer ce problème.

2.2.2 Analyse du sous-modèle cognitif

Les tests du sous-modèle III cherchent à mettre en lumière le rôle des éléments cognitifs des liens interconseils et l'existence de différences entre les systèmes de gouvernance français et allemand. Le modèle est composé de sept variables cognitives auxquelles s'ajoutent les variables médiatrices et de contrôle. Compte tenu du fait que les coefficients R^2 atteignent des niveaux importants (respectivement 18,0 % et 34,2 % pour les régressions basées sur la VAC ainsi que respectivement 23,4 % et 85,9 % pour les modèles retenant le critère de performance RCP_AJ comme variable dépendante), force est de constater que les variables cognitives expliquent une partie non négligeable de la création de valeur actionnariale. Les tests F de *Fisher* soulignent la solidité des régressions faites. De plus, les faibles niveaux des valeurs *VIF* indiquent l'absence de problèmes de multicollinéarité majeurs entre nos diverses variables explicatives. Les tableaux subséquents montrent les détails des tests du sous-modèle III (tableaux 118 et 119).

Tableau 118 : Tests empiriques du sous-modèle III sur la VAC : les échantillons nationaux

sous-modèle III / VAC	France		facteur VIF	Allemagne		facteur VIF
	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)		coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	
constante	-0,8596* (0,5037)	-1,706 (0,0897)	-	1,844*** (0,4818)	3,827 (0,0002)	-
CUMUL_TOTAL						
CUMUL_DIREC						
CUMUL_CONTR						
REPUT_TOTAL						
REPUT_DIREC						
REPUT_CONTR						
INFO_FIRMES	0,1078*** (0,0216)	4,993 (0,0000)	1,144	0,0911*** (0,0212)	4,288 (0,0000)	1,210
INFO_ERT	0,0346 (0,1430)	0,242 (0,8090)	1,428	0,2562 (0,1679)	1,526 (0,1292)	1,546
INFO_LEGION	-0,0012 (0,1019)	-0,120 (0,9905)	1,966			
INFO_MERITE	0,0430 (0,0784)	0,549 (0,5835)	1,568			
INFO_HONOR				-0,1519 (0,1654)	-0,918 (0,3602)	2,050
INFO_BVK				0,2305 (0,1765)	1,306 (0,1937)	2,048
COMPET_ECOLE	-0,0767 (0,0902)	-0850 (0,3962)	1,454			
COMPET_ENA						
COMPET_X						
COMPET_PHD				-0,0554 (0,0920)	-0,602 (0,5482)	1,219
COMPET_SPECI	-0,1586 (0,1584)	-1,001 (0,3182)	1,624	0,5874*** (0,2078)	2,826 (0,0054)	1,490
LONGEVITE	0,0087 (0,0054)	1,609 (0,1095)	1,872	-0,0135 (0,0096)	-1,407 (0,1618)	1,500
TAILLE_CONSEIL	-0,0073 (0,0062)	-1,170 (0,2435)	1,849	-0,0015 (0,0058)	-0,260 (0,7953)	1,619
REUNIONS	0,0064 (0,0089)	0,725 (0,4694)	1,639	0,0384** (0,0185)	2,080 (0,0394)	1,189
COMITES	0,0063 (0,0226)	0,279 (0,7808)	1,294	0,0413** (0,0181)	2,286 (0,0238)	1,419
AGE	0,0045 (0,0078)	0,569 (0,5701)	1,722	-0,0177*** (0,0062)	-2,834 (0,0053)	1,247
TAILLE_FIRME	0,0310** (0,0139)	2,229 (0,0271)	1,840	-0,0616*** (0,0184)	-3,328 (0,0011)	1,700
ACTION_DOMIN	-0,0830** (0,0381)	-2,177 (0,0308)	1,328	-0,1157*** (0,0442)	-2,615 (0,0099)	1,294
LIENS_FIN	0,0395 (0,0534)	0,740 (0,4602)	1,175	-0,0080 (0,0516)	-0,155 (0,8772)	1,172
STRUCT_MON	0,0382 (0,0371)	1,029 (0,3049)	1,606	-	-	-
Observations	192			150		
R ² (en %)	0,245 (24,5 %)			0,404 (40,4 %)		
R ³ corrigé (en %)	0,180 (18,0 %)			0,342 (34,2 %)		
F (valeur p)	3,802*** (0,0000)			6,554*** (0,0000)		

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; méthode des moindres carrés pondérés en coupes transversales agrégées ; ***/**/* = significativité à 1 % / 5 % / 10 %

Tableau 119 : Tests empiriques du sous-modèle III sur la RCP : les échantillons nationaux

sous-modèle III / RCP	France		facteur VIF	Allemagne		facteur VIF
	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)		coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	
constante	0,0843 (0,1510)	0,447 (0,5776)	-	0,9928*** (0,1046)	9,494 (0,0000)	-
CUMUL_TOTAL						
CUMUL_DIREC						
CUMUL_CONTR						
REPUT_TOTAL						
REPUT_DIREC						
REPUT_CONTR						
INFO_FIRMES	0,0256*** (0,0064)	4,020 (0,0001)	1,144	0,0128*** (0,0049)	2,620 (0,0098)	1,210
INFO_ERT	-0,0493 (0,0384)	-1,283 (0,2012)	1,428	-0,0005 (0,0356)	-0,013 (0,9896)	1,546
INFO_LEGION	0,1023*** (0,0314)	3,262 (0,0013)	1,966			
INFO_MERITE	-0,0617*** (0,0234)	-2,631 (0,0092)	1,568			
INFO_HONOR				0,0289 (0,0418)	0,691 (0,4907)	2,050
INFO_BVK				-0,0103 (0,0478)	-0,216 (0,8290)	2,048
COMPET_ECOLE	-0,0464 (0,0287)	-1,618 (0,1075)	1,454			
COMPET_ENA						
COMPET_X						
COMPET_PHD				-0,0803*** (0,0212)	-3,792 (0,0002)	1,219
COMPET_SPECI	0,0518 (0,0459)	1,127 (0,2612)	1,624	-0,0446 (0,0551)	-0,809 (0,4200)	1,490
LONGEVITE	0,0038** (0,0019)	1,991 (0,0480)	1,872	0,0070*** (0,0021)	3,349 (0,0011)	1,500
TAILLE_CONSEIL	0,0004 (0,0017)	0,247 (0,8049)	1,849	-0,0032*** (0,0011)	-3,023 (0,0030)	1,619
REUNIONS	-0,0036 (0,0026)	-1,394 (0,1651)	1,639	-0,0157*** (0,0049)	-3,177 (0,0018)	1,189
COMITES	-0,1853*** (0,0065)	-2,858 (0,0048)	1,294	0,0156*** (0,0039)	4,031 (0,0001)	1,419
AGE	0,0007 (0,0024)	-0,306 (0,7600)	1,722	-0,0057*** (0,0014)	-4,051 (0,0001)	1,247
TAILLE_FIRME	-0,0022 (0,0042)	-0,532 (0,5952)	1,840	-0,0297*** (0,0040)	-7,437 (0,0000)	1,700
ACTION_DOMIN	0,0460*** (0,0123)	3,756 (0,0002)	1,328	-0,0154 (0,0112)	-1,373 (0,1720)	1,294
LIENS_FIN	0,0244 (0,0196)	1,246 (0,2143)	1,175	-0,0547*** (0,0125)	-4,371 (0,0000)	1,172
STRUCT_MON	0,0154 (0,0109)	1,417 (0,1581)	1,606	-	-	-
Observations	197			149		
R ² (en %)	0,293 (29,3 %)			0,872 (87,2 %)		
R ³ corrigé (en %)	0,234 (23,4 %)			0,859 (85,9 %)		
F (valeur p)	5,002*** (0,0000)			65,390*** (0,0000)		

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; méthode des moindres carrés pondérés en coupes transversales agrégées ; ***/**/* = significativité à 1 % / 5 % / 10 %

Conformément aux analyses de l'échantillon global, les tests *t* de *Student* révèlent, tant pour les firmes françaises qu'allemandes, l'existence d'une relation positive et fortement significative entre la variable INFO_FIRMES et la performance. De surcroît, les coefficients de régression standardisés β de cette variable sont environ cinq fois plus importants dans les analyses basées sur la variable VAC que dans celles retenant le critère RCP_AJ. Cela témoigne d'une réaction beaucoup plus forte des acteurs sur les marchés financiers face à cet aspect que ce qu'indique l'analyse d'un indicateur *ex post* de la création de valeur. La relation détectée signifie que la performance est très positivement affectée par le nombre de firmes potentiellement accessibles grâce à la présence, au sein de l'organe de contrôle, d'administrateurs multimandats. Cela s'explique, à notre avis, par un accès privilégié de la société mandatant les « cumulards » à l'information et à la connaissance dont bénéficient les actionnaires *via* un fonctionnement plus efficace de l'organe de contrôle en termes de surveillance et de conseil de l'équipe dirigeante.

La relation positive qui existe entre la variable INFO_FIRMES et nos mesures de performance permet de valider l'hypothèse H₃. Elle confirme les propos de HAUNSCHILD (1993) qui trouve, lors de l'analyse des opérations d'acquisition de firmes américaines, que la présence de « cumulards » conduit, grâce aux informations et connaissances apportées, à un enrichissement des décisions stratégiques. Autrement dit, les liens interconseils constituent des sources d'information qui, lorsqu'elles sont mobilisées, peuvent considérablement enrichir les échanges cognitifs dans l'organe de contrôle et ainsi conduire à une meilleure performance. De surcroît, nos résultats confirment les travaux d'USEEM (1984) et de MIZRUCHI (1992) qui considèrent les liens comme un moyen permettant aux entreprises de « scanner » leur environnement.

Pour ce qui est de notre seconde variable cognitive INFO_ERT, nous ne pouvons observer, pour aucun des deux échantillons, de relation significative avec la performance, que celle-ci soit mesurée par un critère *ex ante* ou *ex post*. Par conséquent, la présence, au sein de l'organe de contrôle, de multimandataires faisant parallèlement partie du forum d'échange européen ERT ne constitue visiblement pas un moyen permettant à la société les accueillant d'améliorer l'efficacité du conseil d'administration. Autrement dit, malgré l'importance de l'ERT au niveau des grandes firmes européennes, ce « *think tank* » ne paraît pas contribuer à un enrichissement significatif des échanges cognitifs dans les organes de gouvernance qui sont interconnectés *via* ces administrateurs multimandats. À notre avis, cela s'explique, en partie, par le fait que l'ERT semble davantage constituer un forum d'échange pour les dirigeants des multinationales dont la présence en tant qu'administrateurs externes, rappelons-le, s'était montrée, dans l'échantillon allemand, très défavorable à la discipline et à l'efficacité du conseil de surveillance.

Au niveau des variables approximant le niveau de « reconnaissance sociétale » des multimandataires, nous pouvons constater des différences entre les firmes françaises et allemandes. Dans l'échantillon français, nous observons une relation significativement positive entre la présence de « cumulards » qui sont titulaires de la Légion d'honneur et la performance *ex post*. En revanche, la présence de multimandataires portant une décoration de l'Ordre national du Mérite se caractérise par un impact significativement négatif sur la variable RCP_AJ. Pour l'instant, nous n'avons pas d'explication rationnelle de l'influence différente des plus importantes décorations de l'Hexagone. Les tests des sous-modèles suivants permettront de voir si l'écart continue à exister quand davantage de variables explicatives sont ajoutées aux régressions.

Contrairement à la France, les mérites sociaux ne semblent pas avoir d'effets sur la création de valeur en Allemagne. Ainsi, les tests *t* de *Student* ne montrent pas de lien significatif entre la quote-part des administrateurs multimandats occupant une fonction de professeur honoraire ou détenant des titres honorifiques et la performance (ni *ex ante*, ni *ex post*). Il en va de même pour les multimandataires porteurs de la décoration « *Bundesverdienstkreuz* ». Rappelons que ces résultats ne sont pas conformes à nos attentes. Dès lors, nous ne pouvons valider les hypothèses H_{5c} et H_{5d}. Ces sources d'information « alternatives » ne semblent donc pas constituer des canaux de communication susceptibles d'enrichir les échanges dans le conseil de surveillance.

En ce qui concerne les variables représentant les compétences généralistes, seul un résultat significatif ressort. Ainsi, nous observons une relation nettement négative entre le nombre de multimandataires ayant poursuivi un cursus doctoral et la performance lorsque cette dernière est mesurée par un critère *ex post* (RCP_AJ). En revanche, aucun effet significatif n'a pu être observé pour la mesure de performance *ex ante* (VAC). Ce résultat n'est pas conforme à nos attentes initiales. De surcroît, il nous est difficile de trouver une explication rationnelle pour ledit effet. En effet, dans la mesure où la variable COMPET_PHD représente la quote-part des docteurs parmi les multimandataires indépendamment du champ de travail, cet effet ne peut *a priori* être dû à une homogénéité cognitive trop importante, si ce n'est le fait que leur attitude trop « scientifique » empêcherait un enrichissement des échanges cognitifs par des points de vue plus « pratiques ». L'analyse des sous-modèles suivants révélera si l'impact continue à exister. Pour le moment, nous sommes donc contraint d'infirmer l'hypothèse H_{6d} dans une optique *ex post*.

Dans l'échantillon français, la présence de « cumulards » élitistes, à savoir diplômés par une Grande École, n'a pas d'influence significative sur la création de valeur (ni sur la VAC, ni sur la RCP_AJ). Contrairement à ce que laissent entendre les travaux de PIGÉ (1993), NGUYEN-DANG (2000) et BERTRAND *et al.* (2007) sur les écoles élitistes françaises, celles-ci ne semblent donc pas, quand elles sont opérationnalisées dans une seule variable indiquant leur poids relatif parmi les « cumulards », constituer une caractéristique affectant significativement la performance de l'entreprise. Par conséquent, nous ne pouvons valider l'hypothèse H_{6a}.

Pour ce qui est des compétences spécifiques des multimandataires, les tests *t* de *Student* n'indiquent, pour les groupes du CAC 40, aucune influence significative sur nos mesures de performance. En revanche, la variable COMPET_SPECI a un impact positif sur le critère de performance *ex post* (RCP_AJ) des sociétés allemandes, l'effet étant significatif avec une probabilité d'erreur inférieure à 5 %. Ainsi, la nomination, outre-Rhin, d'administrateurs multimandats ayant occupé, par le passé, des fonctions de direction dans le même groupe, paraît renforcer l'efficacité de l'organe de contrôle et ainsi positivement contribuer à la création de valeur pour les actionnaires. Ce résultat s'oppose indirectement aux observations récentes d'ENTORF *et al.* (2009) qui ne trouvent pas de relation significative entre le niveau de rémunération des *managers* des grands groupes allemands quand le conseil de surveillance est composé d'*anciens* exécutifs de l'entreprise. Compte tenu de l'absence de résultats significatifs pour l'échantillon français, nous ne pouvons finalement valider l'hypothèse H₇. En revanche, l'hypothèse H₇ peut être partiellement validée pour les entreprises issues du DAX 30.

Notre dernière variable cognitive, LONGEVITE, se caractérise, dans les sous-échantillons nationaux, par un effet positif sur la performance mesurée par le critère *ex post* RCP_AJ. Pour la France, cet effet est significatif avec une probabilité d'erreur inférieure à 5 % ; en Allemagne même inférieure à 1 %. En revanche, aucune influence significative de quelque nature qu'elle soit n'a pu être constatée quand un critère de création de valeur *ex ante* a été retenu. Suivant ces résultats, la qualité des échanges cognitifs au sein de l'organe de contrôle semble, entre autres, déterminée par le nombre d'années de présence commune des « cumulards », une longévité moyenne plus élevée conduisant, *ceteris paribus*, à une meilleure efficacité. Cet effet stimulateur sur la performance est vraisemblablement dû à une plus grande confiance entre les multimandataires qui leur fait prendre des décisions avec plus d'harmonie, de respect mutuel ou d'intégration de points de vue différents. Ajoutons que nos résultats vont de pair avec plusieurs travaux qui soulignent l'importance de bonnes conditions d'interaction entre les acteurs d'équipe (GULATI / WESTPHAL, 1999 ; WESTPHAL / BEDNAR, 2007 ; ADAMS / FERREIRA, 2007). Au regard des résultats, nous validons notre hypothèse H₇ dans une perspective *ex post*.

2.2.3 Analyse des sous-modèles synthétiques

Après avoir effectué, dans les sous-modèles précédents, des tests de *panel* séparés de nos voies d'intervention disciplinaires et cognitives, il sera question, ci-après, de combiner ces deux groupes de variables explicatives pour conduire les tests d'un premier modèle synthétique. À cette fin, nous avons ajouté aux variables disciplinaires principales les variables cognitives précédemment traitées, pour créer le sous-modèle IV. Les résultats des analyses empiriques réalisées sont synthétisés dans les tableaux figurant ci-dessous (tableaux 120 et 121).

Tableau 120 : Tests empiriques du sous-modèle IV sur la VAC : les échantillons nationaux

sous-modèle IV / VAC	France		facteur VIF	Allemagne		facteur VIF
	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)		coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	
constante	-1,1794** (0,5111)	-2,307 (0,0022)	-	1,8786*** (0,5073)	3,703 (0,0003)	-
CUMUL_TOTAL	-0,2070*** (0,0484)	-4,273 (0,0000)	1,717	-0,0064 (0,0450)	-0,143 (0,8869)	2,521
CUMUL_DIREC						
CUMUL_CONTR						
REPUT_TOTAL	-0,0005 (0,0020)	-0,232 (0,8168)	1,482	0,0058 (0,0062)	0,924 (0,3572)	2,215
REPUT_DIREC						
REPUT_CONTR						
INFO_FIRMES	0,0911*** (0,0205)	4,444 (0,0000)	1,168	0,0861*** (0,0222)	3,884 (0,0002)	1,360
INFO_ERT	0,0953 (0,1342)	0,710 (0,4785)	1,469	0,3146* (0,1811)	1,737 (0,0846)	1,732
INFO_LEGION	0,0075 (0,0983)	0,077 (0,9390)	2,033			
INFO_MERITE	0,0554 (0,0695)	0,796 (0,4270)	1,586			
INFO_HONOR				-0,1806 (0,1713)	-1,054 (0,2937)	2,253
INFO_BVK				0,2105 (0,1864)	1,129 (0,2610)	2,078
COMPET_ECOLE	-0,0902 (0,0847)	-1,065 (0,2882)	1,463			
COMPET_ENA						
COMPET_X						
COMPET_PHD				-0,1153 (0,1232)	-0,936 (0,3510)	2,355
COMPET_SPECI	-0,0343 (0,1575)	-0,218 (0,8279)	1,626	0,6063** (0,2404)	2,522 (0,0128)	1,598
LONGEVITE	0,0093 (0,0058)	1,607 (0,1099)	1,970	-0,0144 (0,0092)	-1,574 (0,1178)	1,559
TAILLE_CONSEIL	-0,0103* (0,0061)	-1,699 (0,0911)	1,928	-0,0036 (0,0063)	-0,565 (0,5730)	1,837
REUNIONS	0,0108 (0,0085)	1,267 (0,2067)	1,652	0,0341* (0,0200)	1,702 (0,0912)	1,236
COMITES	-0,0040 (0,0217)	-0,185 (0,8537)	1,300	0,0387** (0,0187)	2,087 (0,0388)	1,443
AGE	0,0084 (0,0082)	1,031 (0,3040)	1,924	-0,0187*** (0,0068)	-2,732 (0,0072)	1,412
TAILLE_FIRME	0,0479*** (0,0140)	3,430 (0,0008)	2,090	-0,0566*** (0,0193)	-2,932 (0,0040)	1,821
ACTION_DOMIN	-0,1635*** (0,0406)	-4,022 (0,0001)	1,630	-0,1121** (0,0459)	-2,442 (0,0159)	1,294
LIENS_FIN	0,0992* (0,0540)	1,837 (0,0679)	1,273	-0,0118 (0,0589)	-0,201 (0,8410)	1,529
STRUCT_MON	0,0858** (0,0389)	2,204 (0,0289)	1,729	-	-	-
Observations	192			150		
R ² (en %)	0,311 (31,1 %)			0,410 (41,0 %)		
R ³ corrigé (en %)	0,244 (24,4 %)			0,339 (33,9 %)		
F (valeur p)	4,627*** (0,0000)			5,778*** (0,0000)		

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; méthode des moindres carrés pondérés en coupes transversales agrégées ; ***/**/* = significativité à 1 % / 5 % / 10 %

Tableau 121 : Tests empiriques du sous-modèle IV sur la RCP : les échantillons nationaux

sous-modèle IV / RCP	France		facteur VIF	Allemagne		facteur VIF
	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)		coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	
constante	-0,0611 (0,1586)	-0,386 (0,7002)	-	0,9614*** (0,1166)	8,257 (0,0000)	-
CUMUL_TOTAL	-0,0499*** (0,0122)	-4,086 (0,0001)	1,717	-0,0060 (0,0116)	-0,512 (0,6093)	2,521
CUMUL_DIREC						
CUMUL_CONTR						
REPUT_TOTAL	0,0001 (0,0067)	0,076 (0,9392)	1,482	-0,0013 (0,0019)	-0,653 (0,5151)	2,215
REPUT_DIREC						
REPUT_CONTR						
INFO_FIRMES	0,0248*** (0,0060)	4,149 (0,0001)	1,168	0,0149*** (0,0054)	2,778 (0,0063)	1,360
INFO_ERT	-0,0608* (0,0384)	-1,658 (0,0990)	1,469	-0,0071 (0,0383)	-0,185 (0,8536)	1,732
INFO_LEGION	0,0668** (0,0319)	2,092 (0,0378)	2,033			
INFO_MERITE	-0,0556** (0,0232)	-2,400 (0,0174)	1,586			
INFO_HONOR				0,0355 (0,0440)	0,807 (0,4210)	2,253
INFO_BVK				0,0016 (0,0478)	0,024 (0,9808)	2,078
COMPET_ECOLE	-0,0174 (0,0289)	-0,601 (0,5487)	1,463			
COMPET_ENA						
COMPET_X						
COMPET_PHD				-0,0653** (0,0312)	-2,091 (0,0384)	2,355
COMPET_SPECI	0,0606 (0,0454)	1,337 (0,1829)	1,626	-0,0411 (0,0594)	-0,692 (0,4901)	1,598
LONGEVITE	0,0039** (0,0019)	2,090 (0,0381)	1,970	0,0061*** (0,0020)	3,038 (0,0029)	1,559
TAILLE_CONSEIL	-0,0008 (0,0017)	0,472 (0,6378)	1,928	-0,0027** (0,0013)	-2,145 (0,0338)	1,837
REUNIONS	-0,0026 (0,0025)	-1,032 (0,3035)	1,652	-0,0162*** (0,0053)	-3,047 (0,0028)	1,236
COMITES	-0,0143** (0,0062)	-2,324 (0,0212)	1,300	0,0154*** (0,0040)	3,877 (0,0002)	1,443
AGE	0,0004 (0,0026)	0,135 (0,8924)	1,924	-0,0050*** (0,0015)	-3,286 (0,0013)	1,412
TAILLE_FIRME	0,0051 (0,0042)	1,190 (0,2355)	2,090	-0,0299*** (0,0044)	-6,777 (0,0000)	1,821
ACTION_DOMIN	0,0166 (0,0137)	1,208 (0,2286)	1,630	-0,0157 (0,0112)	-1,379 (0,1702)	1,294
LIENS_FIN	0,0300 (0,0199)	1,504 (0,1343)	1,273	-0,0522*** (0,0145)	-3,598 (0,0005)	1,529
STRUCT_MON	0,0297*** (0,0111)	2,656 (0,0086)	1,729	-	-	-
Observations	197			149		
R ² (en %)	0,450 (45,0 %)			0,867 (86,7 %)		
R ³ corrigé (en %)	0,398 (39,8 %)			0,851 (85,1 %)		
F (valeur p)	8,612*** (0,0000)			53,861*** (0,0000)		

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; méthode des moindres carrés pondérés en coupes transversales agrégées ; ***/**/* = significativité à 1 % / 5 % / 10 %

Suite à la combinaison des variables indépendantes disciplinaires et cognitives, les coefficients de détermination ajustés R^2 de nos tests sont, comme cela pouvait être attendu, plus élevés que dans les sous-modèles précédents. Au niveau de l'échantillon français, le coefficient R^2 corrigé atteint un niveau de 0,244 (24,4 %) dans le cas de la régression basée sur la variable *ex ante* VAC et 0,398 (39,8 %) pour le modèle retenant la RCP_AJ comme variable dépendante. Quant aux observations allemandes, le R^2 ajusté atteint un niveau de 0,339 (33,9 %) dans la régression sur la VAC et de 0,851 (85,1 %) pour la régression basée sur la RCP_AJ. Les valeurs F issues des tests de *Fisher* sont significatives avec une probabilité d'erreur inférieure à 1 %, ce qui témoigne de même d'une qualité globalement bonne de nos régressions. Enfin, bien que les valeurs *VIF* de certaines de nos variables indépendantes dépassent le seuil de deux, elles restent comparativement faibles, indiquant ainsi l'absence de problèmes de multicolinéarité majeurs.

Dans le cas de l'échantillon français, nous pouvons confirmer l'existence, déjà observée lors de l'analyse du sous-modèle I, d'une relation négative entre la variable CUMUL_TOTAL et nos deux mesures de performance. La relation est significative pour un niveau $p < 0,001$, le coefficient de régression standardisé β étant beaucoup plus élevé dans la régression basée sur la VAC que dans celle retenant la RCP_AJ comme variable dépendante. Cela conforte notre observation initiale relative à une réaction plus sensible des acteurs sur les marchés financiers au cumul de postes de direction et de contrôle. À l'opposé des sociétés françaises, nous n'avons pas observé d'effets significatifs du cumul de mandats (tous types confondus) sur la création de valeur des entreprises allemandes (ni *ex ante*, ni *ex post*). Dès lors, l'impact négatif des liens interconseils sur la rentabilité des capitaux propres que nous avons constaté lors de l'analyse de notre sous-modèle I, disparaît avec l'ajout de variables cognitives. À ce titre, nous souhaitons ajouter un commentaire ressortant de ce résultat. Ainsi, la combinaison des deux catégories de variables explicatives dans un modèle synthétique permet de démontrer que l'analyse séparée de variables disciplinaires peut produire des résultats biaisés conduisant, le cas échéant, à des conclusions erronées.

Suite à l'absence, au niveau des sociétés du DAX 30, d'une relation statistiquement significative entre la variable CUMUL_TOTAL et la performance (*ex ante* ou *ex post*) dans le sous-modèle V, nous ne pouvons donc – malgré le constat d'une relation significativement négative entre ladite variable et le critère *ex post* RCP_AJ dans le sous-modèle I – globalement valider l'hypothèse H_1 . En revanche, cette hypothèse peut être confirmée dans le cas de l'échantillon constitué des sociétés cotées dans le CAC 40. L'exercice, par les administrateurs, de mandats de direction et de contrôle externes conduit ainsi à une baisse du niveau de discipline au sein de l'organe de contrôle, se traduisant par une moindre efficacité de la surveillance de l'équipe dirigeante et, *in fine*, par une moindre création de valeur pour les actionnaires.

Échantillon français :

► Le nombre de **mandats externes** (de direction et de contrôle) exercés par un administrateur a un effet significativement négatif sur la création de valeur, l'impact sur la performance étant plus important dans une optique *ex ante* que dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H₁ validée

Échantillon allemand :

► Le nombre de **mandats externes** (de direction et de contrôle) exercés par un administrateur n'a pas d'effet significatif sur la performance, que celle-ci soit mesurée dans une optique *ex ante* que dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H₁ non validée

Au niveau de la seconde variable disciplinaire, REPUT_TOTAL, les tests *t* de *Student* montrent, pour les deux échantillons, l'absence d'une influence de quelque nature qu'elle soit du niveau de réputation des « cumulards » – approximé par le décompte du nombre de mandats de direction et de contrôle exercés durant leur carrière professionnelle – sur l'efficacité de l'organe de contrôle et sa contribution à la création de valeur. L'influence faiblement positive de cette variable, constatée, lors de l'analyse du sous-modèle I, pour la régression RCP_AJ de l'échantillon français et pour la régression sur la VAC des firmes allemandes, n'a ainsi pu être confirmée pour notre modèle synthétique. Cela paraît dû à l'inclusion des compétences *managériales* et de contrôle dans une seule variable explicative. L'absence de relations significatives dans le cas du sous-modèle complet nous interdit donc de valider globalement l'hypothèse H₂.

Échantillon français :

► Le nombre de **mandats externes** (de direction et de contrôle) exercés par un administrateur durant sa carrière professionnelle n'a pas d'effet significatif sur la création de valeur, que celle-ci soit mesurée dans une optique *ex ante* ou dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H₂ non validée

Échantillon allemand :

► Le nombre de **mandats externes** (de direction et de contrôle) exercés par un administrateur durant sa carrière professionnelle n'a pas d'effet significatif sur la création de valeur, que celle-ci soit mesurée dans une optique *ex ante* ou dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H₂ non validée

En ce qui concerne les variables cognitives, nous pouvons confirmer, aussi bien pour les sociétés françaises qu'allemandes, l'existence d'un lien positif entre le nombre de firmes accessibles *via* les multimandataires et nos deux critères de création de valeur. La relation est significative avec une probabilité d'erreur inférieure à 1 %, les coefficients β de la variable INFO_FIRMES des régressions basées sur le critère de performance *ex ante* étant, de nouveau, plus élevés que ceux des régressions faites sur la RCP_AJ. L'accès potentiel à un nombre plus important de sociétés peut ainsi être interprété comme une disponibilité de ressources cognitives plus riches permettant d'améliorer la qualité des échanges entre mandataires et de renforcer l'efficacité de l'organe de contrôle. Nous pouvons donc valider l'hypothèse H₃ pour nos sous-échantillons.

L'effet de la variable INFO_ERT n'est pas très clair. D'une part, les tests *t* de *Student* font ressortir pour les firmes françaises une relation négative entre ladite variable et le critère de performance *ex post* RCP_AJ. Or, la relation n'est pas très robuste. D'autre part, nous observons un impact positif sur la VAC des entreprises allemandes, la relation n'étant de même que faiblement significative. L'ERT ne semble donc pas représenter une source d'information essentielle pour l'organe de contrôle. Dès lors, nous ne validons que partiellement l'hypothèse H₄.

Pour ce qui est du rôle des décorations nationales, nous pouvons confirmer l'effet, déjà observé dans le sous-modèle III, d'un impact positif de la quote-part des « cumulards » qui sont titulaires de la Légion d'honneur (INFO_LEGION) sur la VAC, ainsi qu'une influence négative des multimandataires porteurs d'une décoration de l'Ordre national du Mérite (INFO_MERITE) sur cette même variable. En revanche, aucune relation significative ne ressort pour le critère de performance *ex post*. Au niveau des sociétés allemandes, ni le pourcentage des administrateurs multimandats occupant une fonction académique honoraire / honorifique (INFO_HONOR), ni le poids relatif des « cumulards » détenant la décoration « *Bundesverdienstkreuz* » (INFO_BVK) n'a de conséquences significatives sur la performance (*ex ante* ou *ex post*). Autrement dit, les décorations nationales et les institutions reflétant les mérites « sociaux » des administrateurs ne paraissent pas constituer des sources d'information et de connaissances décisives influant durablement sur l'efficacité du conseil de surveillance et, par-là, sur la capacité d'une firme à créer de la valeur. Compte tenu des résultats précités, nous validons partiellement l'hypothèse H_{5a}, infirmons en partie l'hypothèse H_{5b}, mais ne pouvons confirmer les hypothèses H_{5c} et H_{5d}.

Pour l'échantillon français, l'analyse des compétences généralistes montre, indépendamment du critère de performance mobilisé, l'absence d'une relation significative entre la présence de « cumulards » diplômés par une Grande École (COMPET_ECOLE) et la création de valeur. Cela confirme nos résultats issus du sous-modèle III. En revanche, au niveau des entreprises du DAX 30, nous observons à nouveau un effet négatif de la quote-part des multimandataires porteurs d'un titre de docteur (COMPET_PHD) sur la performance *ex post* (RCP_AJ). L'influence

est significative avec une probabilité d'erreur inférieure à 5 %. Parallèlement, cet aspect ne semble pas affecter les anticipations de marché. Par conséquent, nous infirmons partiellement l'hypothèse H_{6d} pour l'Allemagne. Dans la mesure où le sous-modèle IV constitue le modèle le plus complet retenant la variable $COMPET\_ECOLE$ pour les entreprises françaises (de fait, cette variable sera éliminée dans le sous-modèle V au profit d'une distinction entre les « cumulards » diplômés par l'ÉNA et ceux ayant poursuivi un cursus à l'École Polytechnique), nous ne pouvons, de surcroît, globalement valider l'hypothèse H_{6a} pour les sociétés de l'indice CAC 40.

Échantillon français :

► La quote-part des « cumulards » ayant poursuivi une formation élitiste n'a pas d'effet significatif sur la création de valeur, que celle-ci soit mesurée dans une optique *ex ante* ou dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H_{6a} non validée

Le niveau de compétences spécifiques des multimandataires, approximé par le décompte de ceux qui ont occupé auparavant ou qui occupent actuellement une fonction de direction dans la société les mandant (COMPET_SPECI), n'a pas de conséquences significatives pour la performance des entreprises du CAC 40. Quant aux firmes allemandes, nous observons un impact positif de la présence d'anciens *managers* sur la création de valeur quand celle-ci est mesurée par un critère *ex ante* (VAC). Selon ce résultat, le passage d'un président du directoire, après la fin de son mandat exécutif, dans le conseil de surveillance de la même entreprise n'est pas interprété par les acteurs sur les marchés financiers – à condition que l'administrateur en question occupe simultanément d'autres postes (de direction ou de contrôle) externes – comme un frein potentiel de l'efficacité de l'organe de contrôle et, *in fine*, de la création de valeur. Compte tenu de ces résultats, nous ne pouvons – comme cela était le cas lors de l'analyse du sous-modèle III – valider l'hypothèse H_7 pour l'échantillon français. En revanche, nous confirmons la même hypothèse pour les sociétés allemandes quand la performance *ex ante* est analysée.

Concernant la dernière variable cognitive, les tests *t* de *Student* confirment, pour les deux sous-échantillons, l'existence d'une relation positive et significative entre la longévité moyenne des administrateurs multimandats d'une société (LONGEVITE) et sa création de valeur, lorsque celle-ci est opérationnalisée par un critère *ex post* (RCP_AJ). En revanche, nous n'observons aucun effet significatif de cette variable cognitive sur la mesure de performance VAC. Ces résultats sont conformes aux analyses du sous-modèle III. Une longue présence commune des multimandataires semble – vraisemblablement en raison d'échanges cognitifs plus fructueux – nettement stimuler l'efficacité de l'organe de contrôle et ainsi contribuer à un renforcement de la performance. Nous validons ainsi l'hypothèse H_8 pour la perspective *ex post* (RCP_AJ).

Tableau 122 : Tests empiriques du sous-modèle V sur la VAC : les échantillons nationaux

sous-modèle V / VAC	France		facteur VIF	Allemagne		facteur VIF
	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)		coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	
constante	-0,8820 (0,5529)	-1,595 (0,1125)	-	2,7382*** (0,5430)	5,043 (0,0000)	-
CUMUL_TOTAL						
CUMUL_DIREC	-0,0604 (0,1798)	-0,336 (0,7375)	2,141	-0,5603*** (0,1794)	-3,123 (0,0022)	2,090
CUMUL_CONTR	-0,1952*** (0,0620)	-3,151 (0,0019)	2,317	0,0698 (0,0492)	1,418 (0,1585)	2,460
REPUT_TOTAL						
REPUT_DIREC	-0,0224** (0,0103)	-2,177 (0,0309)	1,709	0,0617 (0,0387)	1,595 (0,1131)	2,641
REPUT_CONTR	0,0011 (0,0027)	0,406 (0,6855)	2,255	0,0039 (0,0077)	0,504 (0,6152)	2,535
INFO_FIRMES	0,1096*** (0,0205)	5,347 (0,0000)	1,196	0,0712*** (0,0220)	3,231 (0,0016)	1,387
INFO_ERT	0,2942* (0,1664)	1,768 (0,0788)	2,058	0,2954* (0,1781)	1,658 (0,0997)	1,774
INFO_LEGION	0,0047 (0,0940)	0,050 (0,9602)	2,025			
INFO_MERITE	0,0636 (0,0693)	0,918 (0,3601)	1,652			
INFO_HONOR				0,2633 (0,1543)	0,171 (0,8648)	2,463
INFO_BVK				0,0179 (0,1743)	0,102 (0,9186)	2,236
COMPET_ECOLE						
COMPET_ENA	-0,0628 (0,0785)	-0,800 (0,4247)	1,411			
COMPET_X	-0,3010*** (0,0847)	-2,620 (0,0096)	2,155			
COMPET_PHD				-0,1912 (0,1268)	-1,508 (0,1339)	2,643
COMPET_SPECI	-0,0489 (0,1520)	-0,322 (0,7480)	1,692	0,3818* (0,2169)	1,761 (0,0806)	1,826
LONGEVITE	0,0072 (0,0054)	1,321 (0,1882)	2,102	-0,0211** (0,0100)	-2,122 (0,0358)	1,635
TAILLE_CONSEIL	-0,0049 (0,0062)	-0,788 (0,4321)	2,108	-0,0052 (0,0066)	-0,783 (0,4349)	1,859
REUNIONS	0,0114 (0,0085)	1,336 (0,1833)	1,738	0,0241 (0,0198)	1,218 (0,2255)	1,266
COMITES	-0,0115 (0,0216)	-0,534 (0,5944)	1,339	0,0390** (0,0184)	2,119 (0,0360)	1,512
AGE	0,0056 (0,0082)	0,684 (0,4950)	2,041	-0,0304*** (0,0074)	-4,124 (0,0001)	1,644
TAILLE_FIRME	0,0407** (0,0168)	2,427 (0,0163)	2,762	-0,0598*** (0,0188)	-3,182 (0,0018)	1,930
ACTION_DOMIN	-0,1829*** (0,0396)	-4,613 (0,0000)	1,706	-0,1380*** (0,0438)	-3,150 (0,0020)	1,331
LIENS_FIN	0,0602** (0,0613)	0,983 (0,0272)	1,903	-0,0036 (0,0497)	-0,073 (0,9417)	1,717
STRUCT_MON	0,1074*** (0,0381)	2,821 (0,0054)	1,822	-	-	-
Observations	192			150		
R ² (en %)	0,364 (36,4 %)			0,507 (50,7 %)		
R ³ corrigé (en %)	0,290 (29,0 %)			0,439 (43,9 %)		
F (valeur p)	4,902*** (0,0000)			7,470*** (0,0000)		

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; méthode des moindres carrés pondérés en coupes transversales agrégées ; ***/**/* = significativité à 1 % / 5 % / 10 %

Tableau 123 : Tests empiriques du sous-modèle V sur la RCP : les échantillons nationaux

sous-modèle V / RCP	France		facteur VIF	Allemagne		facteur VIF
	coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)		coefficient β (écart-type)	valeur t (significativité)	
constante	0,2299 (0,1792)	1,283 (0,2013)	-	1,0654*** (0,1396)	7,630 (0,0000)	-
CUMUL_TOTAL						
CUMUL_DIRECT	0,0616 (0,0565)	1,090 (0,2774)	2,141	-0,2655*** (0,0570)	-4,658 (0,0000)	2,090
CUMUL_CONTR	-0,0562*** (0,0215)	-2,615 (0,0097)	2,317	0,0076 (0,0142)	0,536 (0,5928)	2,460
REPUT_TOTAL						
REPUT_DIRECT	-0,0105*** (0,0031)	-3,373 (0,0009)	1,709	-0,0187* (0,0101)	-1,855 (0,0659)	2,641
REPUT_CONTR	0,0011 (0,0011)	0,968 (0,3344)	2,255	0,0019 (0,0024)	0,801 (0,4249)	2,535
INFO_FIRMES	0,0288*** (0,0067)	4,300 (0,0000)	1,196	0,0123** (0,0057)	2,166 (0,0321)	1,387
INFO_ERT	0,1006* (0,0570)	1,765 (0,0793)	2,058	-0,0289 (0,0444)	-0,649 (0,5173)	1,774
INFO_LEGION	0,0566* (0,0317)	1,784 (0,0762)	2,025			
INFO_MERITE	-0,0221 (0,0259)	-0,854 (0,3941)	1,652			
INFO_HONOR				0,0840* (0,0504)	1,665 (0,0982)	2,463
INFO_BVK				-0,0709 (0,0522)	-1,358 (0,1767)	2,236
COMPET_ECOLE						
COMPET_ENA	-0,0458 (0,0312)	-1,470 (0,1432)	1,411			
COMPET_X	-0,1776*** (0,0397)	-4,478 (0,0000)	2,155			
COMPET_PHD				-0,0003 (0,0368)	-0,008 (0,9933)	2,643
COMPET_SPECI	0,0076 (0,0487)	0,156 (0,8763)	1,692	-0,1462* (0,0752)	-1,944 (0,0541)	1,826
LONGEVITE	0,0050** (0,0019)	2,592 (0,0103)	2,102	0,0011 (0,0023)	0,454 (0,6506)	1,635
TAILLE_CONSEIL	-0,0005 (0,0020)	0,247 (0,8052)	2,108	-0,0012 (0,0013)	-0,812 (0,4186)	1,859
REUNIONS	-0,0053* (0,0028)	-1,952 (0,0525)	1,738	-0,0184*** (0,0059)	-3,112 (0,0023)	1,266
COMITES	-0,0156** (0,0067)	-2,313 (0,0219)	1,339	0,0119** (0,0045)	2,614 (0,0100)	1,512
AGE	-0,0035 (0,0028)	-1,235 (0,2186)	2,041	-0,0081*** (0,0019)	-4,296 (0,0000)	1,644
TAILLE_FIRME	0,0057 (0,0055)	1,040 (0,2998)	2,762	-0,0241*** (0,0047)	-5,163 (0,0000)	1,930
ACTION_DOMIN	-0,0104 (0,0141)	-0,743 (0,4586)	1,706	-0,0094 (0,0120)	-0,776 (0,4393)	1,331
LIENS_FIN	0,0246 (0,0193)	1,273 (0,2049)	1,903	-0,0251 (0,0172)	-1,461 (0,1464)	1,717
STRUCT_MON	0,0548*** (0,0134)	4,101 (0,0001)	1,822	-	-	-
Observations	197			149		
R ² (en %)	0,473 (47,3 %)			0,758 (75,8 %)		
R ³ corrigé (en %)	0,413 (41,3 %)			0,725 (72,5 %)		
F (valeur p)	7,894*** (0,0000)			22,648*** (0,0000)		

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; méthode des moindres carrés pondérés en coupes transversales agrégées ; ***/**/* = significativité à 1 % / 5 % / 10 %

Passons finalement à l'analyse du sous-modèle V (tableaux 122 et 123). Celui-ci comprend l'ensemble des variables cognitives et disciplinaires, y compris les spécificités nationales, et représente la version complète du modèle synthétique proposé. Suite au nombre de variables explicatives, les coefficients de détermination ajustés R^2 sont plus élevés encore que dans les sous-modèles précédents, atteignant des niveaux de respectivement 0,290 (29,0 %) et 0,439 (43,9 %) pour les régressions basées sur la VAC et respectivement 0,413 (41,3 %) et 0,725 (72,5 %) pour les tests retenant le critère de performance *ex post* (RCP_AJ) comme variable dépendante. Les valeurs F issues des tests de Fisher sont hautement significatives. Il ne semble pas exister de problèmes de multicolinéarité majeurs. De fait, bien que les valeurs VIF dépassent parfois le seuil de deux, elles restent, cependant, sur des niveaux comparativement faibles et acceptables. Nous pouvons ainsi constater une qualité globalement bonne des régressions effectuées.

L'analyse des variables disciplinaires conforte nos conclusions relatives aux tests du sous-modèle II. Dans l'échantillon français, nous observons un impact significativement négatif du cumul de mandats de contrôle externes (CUMUL_CONTR) sur la création de valeur, l'effet étant environ quatre fois plus important dans le cas de la régression sur la VAC que dans celle retenant un critère de performance *ex post*. En revanche, l'occupation, par un administrateur, de postes de direction externes (CUMUL_CONTR) n'exerce pas d'influence négative sur la performance, ni dans une optique *ex ante*, ni dans une perspective *ex post*. La situation se présente de manière opposée pour les entreprises allemandes. Ici, nous constatons à nouveau un effet significativement négatif du cumul de mandats de direction externes sur la performance. Comparé à la régression basée sur la RCP_AJ, l'impact est environ deux fois plus important pour l'analyse de la variable VAC, ce qui témoigne d'une anticipation très négative de ce phénomène par les marchés. En revanche, l'exercice parallèle de mandats de contrôle ne semble pas nuire à l'efficacité du conseil de surveillance. Compte tenu des observations précitées et des résultats obtenus lors de l'analyse du sous-modèle II, nous validons partiellement les hypothèses H_{1a} et H_{1b} .

La présence, dans les firmes françaises, d'administrateurs exerçant parallèlement d'autres mandats de contrôle externes, diminue sensiblement le niveau de discipline dans l'organe de contrôle. Cela conduit à un élargissement de l'espace discrétionnaire des dirigeants dont souffrent les actionnaires par une moindre création de valeur. Nos résultats corroborent ainsi les constats de KRAMARZ / THESMAR (2004) relatifs à une baisse de la rentabilité économique de la firme en présence d'un nombre important de mandats de contrôle externes exercés par le PDG. Si le cumul de mandats de contrôle externes par les administrateurs n'a pas de conséquences négatives dans les groupes allemands, l'exercice de postes de direction externes nuit, au contraire, considérablement à la performance. Pour les conseils de surveillance outre-Rhin, la nomination de trop de dirigeants externes serait alors à éviter. Dans la mesure où nos résultats expliquent la baisse de la création de valeur par un contrôle moins efficace de l'équipe dirigeante, ils ne sont pas conformes

à ceux d'ENTORF *et al.* (2009). Partant d'une approche en termes de pouvoir, ces derniers trouvent que les dirigeants occupant un nombre important de postes de contrôle externes contribuent à une baisse des rémunérations *managériales* des firmes les mandant comme surveillants. En revanche, ces mandataires réussissent, en raison d'une plus grande influence au sein du réseau des états-majors, à renforcer leur propre rémunération (BALSMEIER / PETERS, 2009).

Échantillon français :

► Le nombre de **mandats exécutifs externes** exercés par un administrateur n'a pas d'effet sur la création de valeur, ni dans une optique *ex ante*, ni dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H_{1a} non validée

Échantillon allemand :

► Le nombre de **mandats exécutifs externes** exercés par un administrateur a un effet significativement négatif sur la création de valeur, que la performance soit mesurée dans une optique *ex ante* ou dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H_{1a} validée

Échantillon français :

► Le nombre de **mandats de contrôle externes** exercés par un administrateur a un effet significativement négatif sur la création de valeur, que la performance soit mesurée dans une optique *ex ante* ou dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H_{1b} validée

Échantillon allemand :

► Le nombre de **mandats de contrôle externes** exercés par un administrateur n'a pas d'effet sur la création de valeur, ni dans une optique *ex ante*, ni dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H_{1b} non validée

Au niveau des variables disciplinaires reflétant les compétences en termes de *management* et de contrôle, accumulées par les multimandataires au cours de leur carrière, les tests *t* de *Student* montrent l'existence d'une relation négative entre la variable REPUT_DIRECT et nos deux critères de performance. La relation s'avère significative dans trois des quatre régressions effectuées, seule l'analyse de la régression basée sur la VAC dans l'échantillon allemand montrant un coefficient β à signe opposé, mais non significatif. En revanche, le niveau de compétences en termes de con-

trôle (REPUT_CONTR) n'a pas d'influence sur l'efficacité disciplinaire des conseils de nos sous-échantillons. La présence, dans l'organe de contrôle, de « cumulards » disposant d'un portefeuille personnel riche en compétences *managériales* paraît ainsi inadaptée pour surveiller efficacement l'équipe dirigeante. En revanche, lorsque le conseil d'administration est composé de mandataires occupant un nombre important de postes d'administrateur externes, cela ne semble pas dégrader son efficacité. Compte tenu des résultats de l'ensemble des tests empiriques effectués, nous pouvons majoritairement valider nos hypothèses de recherche H_{2a} et H_{2b}.

Échantillon français :

► Le nombre de **mandats exécutifs externes** exercés par un administrateur durant sa carrière professionnelle a un effet significativement négatif sur la création de valeur, que la performance soit mesurée dans une optique *ex ante* ou dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H_{2a} validée

Échantillon allemand :

► Le nombre de **mandats exécutifs externes** exercés par un administrateur tout au long de sa carrière professionnelle a un effet négatif sur la performance, l'impact étant uniquement significatif dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H_{2a} non validée
ex ante

Hypothèse H_{2a} validée
ex post

Échantillon français :

► Le nombre de **mandats de contrôle externes** exercés par un administrateur pendant sa carrière professionnelle n'a pas d'effet sur la performance, que celle-ci soit mesurée dans une optique *ex ante* ou dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H_{2b} non validée

Échantillon allemand :

► Le nombre de **mandats de contrôle externes** exercés par un administrateur tout au long de sa carrière professionnelle n'a pas d'effet sur la création de valeur, que celle-ci soit mesurée dans une vision *ex ante* ou dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H_{2b} non validée

Rappelons, à propos de nos variables reflétant les compétences, que l'effet négatif observé d'une présence de « cumulards » ayant une grande expérience *managériale* va de pair avec les résultats de PAQUEROT (1996) qui montre une relation négative entre le nombre de postes de PDG occupés par un dirigeant dans sa carrière et la création de valeur des firmes françaises, celle-ci étant mesurée par une moyenne triennale du ratio de *Sharpe*.

En ce qui concerne les variables cognitives, nous observons, à nouveau et pour les deux sous-échantillons, un effet positif du nombre de firmes accessibles *via* les « cumulards » et la performance. La relation est significative pour l'ensemble des régressions effectuées, l'impact sur le critère *ex ante* étant plus fort que celui sur la mesure *ex post*. L'entretien de contacts vers les organes de gouvernance d'autres sociétés paraît ainsi clairement enrichir les échanges cognitifs au sein du conseil d'administration. Cet enrichissement peut provenir, entre autres, de l'imitation de pratiques et de procédures connues lors de l'exercice des mandats externes et de l'application des ressources acquises à la nouvelle entreprise (HAUNSCHILD, 1993). Au regard de l'ensemble des tests effectués, nous pouvons globalement valider notre hypothèse H₃.

Échantillon français :

► Le nombre d'entreprises potentiellement accessibles *via* les multimandataires siégeant au conseil d'administration a un effet significativement positif sur la création de valeur, que la performance soit mesurée dans une optique *ex ante* ou *ex post*.

Hypothèse H₃ validée

Échantillon allemand :

► Le nombre de sociétés potentiellement accessibles *via* les multimandataires siégeant au conseil de surveillance a un effet significativement positif sur la création de richesse, que celle-ci soit mesurée dans une optique *ex ante* ou *ex post*.

Hypothèse H₃ validée

Outre l'accès quantifié d'une firme à d'autres entreprises, nous constatons un effet positif de la variable INFO_ERT sur la performance. La relation est faiblement significative dans trois des quatre régressions. La présence de « cumulards » qui sont parallèlement membres du forum d'échange européen *ERT* semble ainsi – contrairement à ce qu'avait indiqué l'analyse séparée des variables cognitives dans le sous-modèle III – constituer une source d'information privilégiée et susceptible d'enrichir l'efficacité du conseil d'administration. Ce résultat confirme l'importance, accordée à l'*ERT*, par NOLLERT / FIEDLER (2000) et NOLLERT (2005a, pp. 299-306) en tant

qu'organisme central représentant les intérêts des entreprises sur le plan européen. Notre conclusion globale relative au rôle de la variable INFO_ERT n'est, cependant, pas évidente. Dans le cas des sociétés françaises, seuls les sous-modèles V se caractérisent par des coefficients β positifs et faiblement significatifs ($\alpha < 10\%$). Dans la mesure où il s'agit des modèles comprenant toutes nos variables explicatives, nous décidons, cependant, de globalement valider l'hypothèse H₄. Au niveau de l'échantillon allemand, la variable en question se caractérise, dans deux des trois sous-modèles VAC testés, par un coefficient β positif et faiblement significatif. Le coefficient β de la régression du sous-modèle III n'étant pas loin du seuil de significativité de 10 % ($p = 0,1292$), nous décidons de confirmer l'hypothèse H₄ pour les firmes du DAX 30 dans une optique *ex ante*. Les tests du critère de performance RCP_AJ n'ayant pas montré de relations significatives, cette même hypothèse ne peut, toutefois, être validée dans une perspective *ex post*.

Échantillon français :

► La part des « cumulards » siégeant au conseil d'administration qui sont parallèlement membres de l'ERT a un effet significativement positif sur la création de valeur, que la performance soit mesurée dans une perspective *ex ante* ou dans une optique *ex post*.

Hypothèse H₄ validée

Échantillon allemand :

► La quote-part des « cumulards » qui sont membres de l'ERT a un impact positif sur la création de valeur, l'effet étant uniquement significatif dans une perspective *ex ante*.

**Hypothèse H₄ validée
*ex ante***

**Hypothèse H₄ non validée
*ex post***

L'analyse du sous-modèle V fait ressortir certains changements concernant le rôle des décorations nationales et des titres honorifiques. Ainsi, les tests *t* de *Student* révèlent que la quote-part des multimandataires des sociétés françaises qui sont titulaires de la Légion d'honneur a un impact positif sur la RCP_AJ. Bien que celui-ci ne soit significatif qu'à hauteur de $\alpha < 10\%$, il semble que la participation d'un multimandataire aux réunions des titulaires de la Légion d'honneur constitue un moyen permettant d'approvisionner les sociétés en davantage d'informations. Au niveau des régressions effectuées dans une optique *ex ante*, nous n'observons, en revanche, aucune relation significative entre la variable INFO_LEGION et le critère de performance VAC. Pour résumer, notre hypothèse H_{5a} ne peut donc être validée dans une vision *ex ante*. Par contre, cette hypothèse est validée pour les cas où la performance est mesurée dans une optique *ex post*.

Échantillon français :

► Le pourcentage des « cumulards » qui sont titulaires de la Légion d'honneur a un impact positif sur la performance, l'effet étant uniquement significatif dans une optique *ex post*.

Hypothèse H_{5a} non validée
ex ante

Hypothèse H_{5a} validée
ex post

Pour ce qui est de l'autre décoration française d'importance, l'Ordre national du Mérite, elle ne semble pas jouer le rôle d'une source d'information alternative, susceptible d'enrichir les échanges cognitifs dans les organes de contrôle des groupes du CAC 40. D'une part, la variable INFO_MERITE ne s'avère significative dans aucun des trois sous-modèles retenant le critère VAC comme variable à expliquer. D'autre part, le coefficient de régression standardisé β est négatif dans l'ensemble des modèles basés sur la mesure de performance RCP_AJ, mais devient non significatif pour le test V qui représente notre modèle synthétique complet. Par conséquent, nous ne pouvons valider l'hypothèse H_{5b}, ni dans une optique *ex ante*, ni *ex post*.

Échantillon français :

► La quote-part des « cumulards » porteurs de l'Ordre national du Mérite n'a pas d'influence significative sur la performance, ni dans une optique *ex ante*, ni dans une vision *ex post*.

Hypothèse H_{5b} non validée

Pour l'Allemagne, l'analyse du rôle de l'occupation de fonctions (académiques) honorifiques et de titres académiques *honoris causa* (INFO_HONOR) concernant l'efficacité du travail du conseil de surveillance ne fait pas ressortir des résultats significatifs. Bien qu'il existe un effet positif et faiblement significatif ($p = 0,0982$) de cette variable dans le sous-modèle V de la régression basée sur la RCP_AJ, ses coefficients β dans les sous-modèles précédents sont très loin du seuil de significativité de 10 %. De plus, aucune relation robuste n'a pu être observée pour l'ensemble des régressions retenant la mesure de performance *ex ante* comme variable dépendante. Par conséquent, nous ne pouvons globalement valider l'hypothèse H_{5c}.

Échantillon allemand :

► La quote-part des « cumulards » occupant une fonction académique honoraire ou détenant des titres honorifiques a un effet positif sur la performance mesurée dans une optique *ex post*.

Hypothèse H_{5c} non validée

Le même résultat peut être constaté au niveau de la décoration allemande « *Bundesverdienstkreuz* ». En effet, nous n’observons de relations significatives entre la variable INFO_BVK et la performance (*ex ante* ou *ex post*) dans aucun des trois sous-modèles examinés. Dès lors, il est opportun de conclure que le pourcentage de « cumulards » présents au conseil de surveillance qui sont porteurs de cet ordre national du mérite n’affecte en aucun cas la capacité de la firme à créer de la valeur pour ses actionnaires. L’hypothèse H_{5d} ne peut être globalement validée.

Les tests des variables précédentes (INFO_LEGION, INFO_MERITE, INFO_HONOR et INFO_BVK) montrent que les sources d’information « alternatives » ne paraissent pas – malgré une représentation importante des administrateurs multimandats dans ces organisations – influencer directement et durablement l’efficacité des organes de contrôle des plus grandes entreprises de part et d’autre du Rhin. Nous pensons que cela est probablement dû, entre autres, à la nature non spécifique des informations qui sont échangées lors des réunions de ces organisations ou que les connaissances acquises, notamment dans le cas de l’occupation de fonctions académiques honorifiques, ne sont pas directement applicables aux sociétés mandant les « cumulards ».

Échantillon allemand :

► La quote-part des « cumulards » qui sont porteurs de la décoration nationale allemande « *Bundesverdienstkreuz* » n’a pas d’effet significatif sur la création de valeur, ni dans une perspective *ex ante*, ni dans une optique *ex post*.

Hypothèse H_{5d} non validée

Pour connaître l’influence des compétences généralistes des administrateurs multimandats des firmes françaises sur l’efficacité des organes de contrôle dans lesquels ils siègent, nous avons distingué, dans le sous-modèle V, entre les diplômés de l’ÉNA (COMPET_ENA) et les sortants de l’École Polytechnique (COMPET_X). À notre grande surprise, la première variable n’a pas d’impact sur la performance, alors que la seconde exerce une influence significativement négative, et ce aussi bien sur le critère *ex ante* VAC que sur la mesure *ex post* RCP_AJ. Ainsi, la présence de « cumulards » polytechniciens semble réduire l’efficacité des conseils d’administration tandis que la présence d’énarques ne paraît pas défavorable à la création de valeur. Notre hypothèse H_{6b} ne peut donc être validée, alors que l’hypothèse H_{6c} est infirmée.

Faute de disposer de travaux empiriques analysant la formation des administrateurs et, plus particulièrement, des « cumulards », nos résultats ne peuvent être comparés qu’aux travaux ayant examiné l’effet d’une formation élitiste des dirigeants sur la performance. Ici, nos résultats s’opposent à ceux de KRAMARZ / THESMAR (2006) qui trouvent, lors de l’analyse d’environ 6.000 mandataires de sociétés françaises sur la période 1992-2003 que seuls les dirigeants diplômés par l’ÉNA connaissent des taux de départ plus faibles en cas de mauvaise performance, ce

qui tend à nuire, *in fine*, à la création de valeur de la firme. En revanche, les polytechniciens ne semblent pas bénéficier d'une telle protection « réseau ». Inversement, ALLEMAND (2008) ne détecte, pour la période 1996-2005, aucune différence de performance entre les entreprises recrutant des dirigeants ayant suivi une formation dans l'une des écoles les plus prestigieuses (ÉNA, Polytechnique, HEC...) et ceux n'ayant pas poursuivi un tel cursus.

Échantillon français :

► Le pourcentage de multimandataires qui sont diplômés par l'ÉNA n'a pas d'effet significatif sur la performance, qu'elle soit mesurée dans une vision *ex ante* ou *ex post*.

Hypothèse H_{6b} non validée

Échantillon français :

► Le pourcentage des administrateurs multimandats diplômés par l'École Polytechnique a un effet significativement négatif sur la création de valeur, que celle-ci soit mesurée dans une vision *ex ante* ou dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H_{6c} infirmée

Au niveau des entreprises allemandes, nous ne pouvons valider l'hypothèse d'un effet positif de la quote-part des administrateurs multimandats ayant poursuivi un cursus doctoral, les coefficients de régression standardisés β n'étant significatifs pour aucune des deux mesures de performance (VAC ou RCP_AJ). L'influence négative du nombre de docteurs, observée lors de l'analyse des sous-modèles III et IV, perd de sa significativité dans le sous-modèle le plus complet. Par conséquent, le pourcentage, traditionnellement très élevé, des administrateurs allemands ayant bénéficié d'un cursus doctoral universitaire ne constitue pas un élément potentiellement nuisible à l'efficacité du conseil de surveillance et, *in fine*, à la création de valeur. En raison d'une dégradation de la significativité du coefficient β au fur et à mesure de l'inclusion de variables explicatives complémentaires, l'hypothèse H_{6d} ne peut donc être globalement validée.

Échantillon allemand :

► Le pourcentage de multimandataires détenant un doctorat universitaire n'a pas d'effet significatif sur la performance, qu'elle soit mesurée dans une vision *ex ante* ou *ex post*.

Hypothèse H_{6d} non validée

Les compétences spécifiques des administrateurs multimandats (COMPET_SPECI), opérationnalisées par le décompte des mandataires ayant occupé ou occupant actuellement une fonction *managériale* dans l'entreprise les mandatant – et possédant *ergo* des compétences spécifiques liées aux caractéristiques de cette société –, n'exercent pas d'influence significative sur la création de valeur des groupes du CAC 40. L'absence de coefficients de régression standardisés β significatifs dans les modèles précédents nous conduit donc à ne pas valider l'hypothèse H₇. Pour ce qui est des entreprises allemandes, nous observons, en revanche, un effet positif sur la mesure de performance VAC, mais un impact négatif sur le critère *ex post* RCP_AJ. Dans le premier cas, nous avons déjà dans les sous-modèles III et IV observé un lien positif robuste avec la variable COMPET_SPECI. Par conséquent, l'hypothèse H₇ peut être validée dans une vision *ex ante*. En revanche, le coefficient β dans le sous-modèle V basé sur la rentabilité des capitaux propres n'est que faiblement significatif. De plus, nous n'avons pu observer de relations significatives dans les tests précédents (sous-modèles III et IV). La présence, dans le conseil de surveillance, d'anciens membres du directoire ne paraît donc pas affecter l'efficacité de l'organe de contrôle dans une optique *ex post*. Par conséquent, l'hypothèse H₇ ne peut être confirmée dans ce cas.

Rappelons que les résultats ne sont pas conformes à nos attentes. De fait, nous étions partis de l'hypothèse qu'une bonne connaissance des spécificités de la firme améliorerait l'efficacité des instances de gouvernance en son sein et devrait se traduire par une capacité de création de valeur plus importante. Or, au niveau des firmes allemandes, cet aspect ne paraît qu'être anticipé par les marchés, mais ne se confirme pas *ex post*. Pour la France, il n'en ressort aucun résultat significatif. Nous supposons que cela est dû au fait que la variable STRUCT_MON, très significative pour l'échantillon du CAC 40, reflète aussi partiellement cet aspect.

Échantillon français :

► La quote-part des « cumulards » ayant occupé ou occupant actuellement une formation de direction interne n'a pas d'effet significatif sur la création de valeur, que celle-ci soit mesurée dans une optique *ex ante* ou dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H₇ non validée

Échantillon allemand :

► Le pourcentage des multimandataires ayant occupé auparavant une fonction de direction dans la société les mandatant comme administrateur a un effet positif sur la performance, l'impact étant uniquement significatif dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H₇ validée
ex ante

Hypothèse H₇ non validée
ex post

Enfin, l'analyse de la dernière variable cognitive révèle que l'effet positif observé de la longévité moyenne des multimandataires sur la performance *ex post* (RCP_AJ) continue à exister pour les sociétés cotées dans le CAC 40. L'effet stimulateur sur l'efficacité d'une longue présence commune des « cumulards » dans l'organe de contrôle, déjà observé lors de l'analyse des sous-modèles III et IV de la régression basée sur le critère RCP_AJ, peut toujours être confirmé. Comme pour les tests précédents, ce résultat est conforme à plusieurs travaux soulignant l'importance de facteurs tels que la confiance, l'harmonie et le respect mutuel pour l'efficacité du travail en équipe (GRANOVETTER, 1985 ; WESTPHAL / BEDNAR, 2005 ; ADAMS / FERREIRA, 2007). Pour les régressions retenant la VAC comme variable à expliquer, les coefficients β de la variable LONGEVITE ne sont, cependant, pas significatifs, bien qu'ils soient proches, dans les trois cas, du seuil de significativité de 10 %. L'hypothèse H₈ ne sera donc pas validée pour la performance *ex ante*, mais dans une perspective *ex post*.

Concernant nos observations allemandes, nous constatons une influence significativement négative sur la variable VAC, ce qui n'était pas le cas dans les modèles précédents. En revanche, le coefficient β de la dite variable – qui était très robuste dans les sous-modèles III et IV – perd complètement de sa significativité dans le modèle complet. Au regard de ces résultats, nous sommes contraint d'infirmer l'hypothèse H₈ pour la perspective *ex ante*. De plus, la non-significativité de la variable dans le dernier sous-modèle basé sur le critère RCP_AJ nous empêche de valider cette même hypothèse dans une vision *ex post*. Une explication possible de la réaction négative des marchés financiers pourrait être l'anticipation de conflits cognitifs susceptibles de nuire à l'ambiance de travail et de diminuer ainsi l'efficacité du conseil de surveillance, bien qu'une telle crainte se révèle injustifiée dans une perspective *ex post*.

Échantillon français :

► La longévité moyenne des « cumulards » a un effet positif sur la performance, l'impact étant uniquement significatif dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H₈ non validée
ex ante

Hypothèse H₈ validée
ex post

Échantillon allemand :

► La longévité moyenne des administrateurs multimandats a un effet négatif sur la création de valeur, l'impact étant uniquement significatif dans une perspective *ex ante*.

Hypothèse H₈ infirmée
ex ante

Hypothèse H₈ non validée
ex post

2.2.4 Analyse des variables médiatrices et de contrôle

Les tableaux suivants synthétisent les résultats de tous les tests et montrent les effets de nos variables médiatrices et de contrôle (tableaux 124 et 125). Rappelons que le but des variables médiatrices (TAILLE_CONSEIL, REUNIONS, COMITES, AGE) consiste à modéliser les modalités susceptibles d'intervenir sur l'incidence des variables principales, alors que les variables de contrôle (TAILLE_FIRME, ACTION_DOMIN, LIENS_FIN, STRUCT_MON) sont censées représenter des facteurs externes affectant de même les variables dépendantes. Cette analyse nous permet, de surcroît, de vérifier l'existence de différences entre les échantillons nationaux.

Tableau 124 : Synthèse des résultats de l'analyse de l'échantillon français

France sous-modèle	VAC					RCP_AJ					validation globale de l'hypothèse	
	I	II	III	IV	V	I	II	III	IV	V		
signe du coefficient de régression	signe du coefficient de régression					signe du coefficient de régression						
constante	***	***	*	**	***	-	-		-		-	-
CUMUL_TOTAL	***			***		***			***		H1	validée
CUMUL_DIRECT		+			-		+			+	H1a	non validée
CUMUL_CONTR		***			***		***			***	H1b	validée
REPUT_TOTAL	+			-		***			+		H2	non validée
REPUT_DIRECT		*			**		***			***	H2a	validée
REPUT_CONTR		+			+		***			+	H2b	non validée
INFO_FIRMES			***	***	***			***	***	***	H3	validée
INFO_ERT			+	+	+			-	*	+	H4	validée
INFO_LEGION			-	+	+			***	***	+	H5a	non validée / validée
INFO_MERITE			+	+	+			***	**	-	H5b	non validée
INFO_HONOR											H5c	-
INFO_HBVK											H5d	-
COMPET_ECOLE			-	-				-	-		H6a	non validée
COMPET_ENA					-					-	H6b	non validée
COMPET_X					***					***	H6c	invalidée
COMPET_PHD											H6d	-
COMPET_SPECI			-	-	-			+	+	+	H7	non validée
LONGEVITE			+	+	+			***	***	***	H8	non validée / validée
TAILLE_CONSEIL	**	**	-	*	-	-	-	+	-	-	H9	non validée
REUNIONS	***	***	+	+	+	*	***	-	-	*	H10	non validée / validée
COMITES	+	+	+	-	-	-	+	***	**	**	H11	non validée / invalidée
AGE	**	***	+	+	+	+	+	+	+	-	H12	non validée
TAILLE_FIRME	***	***	***	***	***	+	+	-	+	+	H13	invalidée / non validée
ACTION_DOMIN	***	***	**	***	***	+	-	***	+	-	H14	invalidée / non validée
LIENS_FIN	***	+	+	***	***	***	+	+	+	+	H15	validée / non validée
STRUCT_MON	***	***	+	***	***	***	***	+	***	***	H16	validée

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; signes des coefficients de régression standardisés β ; ***/**/* = significativité à 1 % / 5 % / 10 %

Tableau 125 : Synthèse des résultats de l'analyse de l'échantillon allemand

Allemagne sous-modèle	VAC					RCP_AJ					validation globale de l'hypothèse	
	I	II	III	IV	V	I	II	III	IV	V		
signe du coefficient de régression	signe du coefficient de régression					signe du coefficient de régression						
constante	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	-	-
CUMUL_TOTAL	-			-		***			-		H1	non validée
CUMUL_DIRECT		***			***		***			***	H1a	validée
CUMUL_CONTR		+			+		+			+	H1b	non validée
REPUT_TOTAL	***			+		-			-		H2	non validée
REPUT_DIRECT		***			+		***			***	H2a	non validée / validée
REPUT_CONTR		-			+		***			+	H2b	non validée
INFO_FIRMES			***	***	***			***	***	***	H3	validée
INFO_ERT			+	***	***			-	-	-	H4	validée / non validée
INFO_LEGION											H5a	-
INFO_MERITE											H5b	-
INFO_HONOR			-	-	+			+	+	***	H5c	non validée
INFO_HBVK			+	+	+			-	+	-	H5d	non validée
COMPET_ECOLE											H6a	-
COMPET_ENA											H6b	-
COMPET_X											H6c	-
COMPET_PHD			-	-	-			***	***	-	H6d	non validée
COMPET_SPECI			***	***	***			-	-	***	H7	validée / non validée
LONGEVITE			-	-	***			***	***	+	H8	infirmée / non validée
TAILLE_CONSEIL	-	-	-	-	-	***	***	***	***	-	H9	non validée
REUNIONS	+	+	***	***	+	***	***	***	***	***	H10	non validée / validée
COMITES	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	H11	validée
AGE	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	H12	validée
TAILLE_FIRME	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	H13	validée
ACTION_DOMIN	***	***	***	***	***	***	-	-	-	-	H14	infirmée / non validée
LIENS_FIN	-	-	-	-	-	***	***	***	***	-	H15	non validée / infirmée
STRUCT_MON											H16	-

Source : nos propres tests avec le logiciel économétrique GRETL ; signes des coefficients de régression standardisés β ; ***/**/* = significativité à 1 % / 5 % / 10 %

Pour ce qui est de la première variable médiatrice, qui représente la taille de l'organe de contrôle (TAILLE_CONSEIL), nous n'observons, ni pour la mesure de performance *ex ante*, ni pour le critère *ex post*, de relation robuste dans le sous-modèle le plus complet. Dans le cas de l'échantillon français, la significativité observée dans les tests I, II et IV portant sur la VAC disparaît ainsi avec l'inclusion de toutes les variables explicatives. Il en est de même pour les firmes allemandes dans les régressions retenant la RCP_AJ comme variable dépendante. Compte tenu de la perte de significativité dans les tests du sous-modèle V, nous ne pouvons donc globalement valider l'hypothèse H₉, ni pour l'échantillon français, ni pour les firmes allemandes.

L'absence d'un lien significatif s'explique, à notre avis, par deux aspects. D'une part, la taille des organes de contrôle des sociétés allemandes est prédéterminée par la loi commerciale – au niveau des grandes firmes, la taille du conseil est fonction du nombre d'employés – et ne relève *a priori* pas des décisions du *management*. D'autre part, la taille des conseils français connaît, en raison de l'existence parallèle de trois structures organisationnelles et de l'application, dans certaines entreprises, d'un système de co-gestion des salariés, une grande variabilité. Compte tenu de la dimension relativement faible des échantillons nationaux, cela pourrait expliquer la perte de significativité de cette variable lorsque beaucoup d'autres sont ajoutées au modèle.

Au vu de nos résultats, nous ne pouvons confirmer les résultats de YERMACK (1996), CONYON / PECK (1998), EISENBERG *et al.* (1998), BROWN / MALONEY (1999), VAFEAS (2000), MAK / KUSNADI (2005), AHMED *et al.* (2006) et LINCK *et al.* (2007) qui indiquent un effet négatif de la taille du conseil d'administration sur l'efficacité disciplinaire et / ou cognitive de ce dernier dont les conséquences se traduiraient par une moindre création de valeur pour les actionnaires. Pour la France, nos résultats vont de pair avec ceux de GODARD (2002) qui ne trouve, pour un échantillon de 241 sociétés de l'Hexagone, aucune influence de la taille de l'organe de contrôle sur la performance. Par contre, ils s'opposent au constat de PICHARD-STAMFORD (2000) d'un impact négatif de la taille sur la performance économique et financière. Dans le cas des sociétés allemandes, BALSMEIER / PETERS (2009) traitent de façon indirecte ledit aspect, en montrant que la taille du conseil de surveillance, à l'opposé des liens personnels entretenus, n'a pas d'influence sur le niveau de rémunération des membres du directoire.

Échantillon français :

► La taille du conseil d'administration / conseil de surveillance n'a pas, *ceteris paribus*, d'effet significatif sur la création de valeur de l'entreprise, que celle-ci soit mesurée dans une optique *ex ante* ou dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H₉ non validée

Échantillon allemand :

► La taille du conseil de surveillance n'a pas, *ceteris paribus*, d'influence significative sur la création de valeur, que la performance soit mesurée dans une optique *ex ante* ou dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H₉ non validée

En ce qui concerne le rôle de la fréquence de réunions de l'organe de contrôle, les tests de nos sous-modèles font ressortir, pour les deux sous-échantillons, un effet significativement négatif de la variable (REUNIONS) sur la création de valeur *ex post* (RCP_AJ). Bien que l'effet soit plus significatif en Allemagne que dans le cas des firmes françaises, nous pouvons donc valider l'hypothèse H_{10} dans une perspective *ex post*. Ajoutons que ce résultat conforte les observations de travaux anglo-saxons concluant aux conséquences négatives d'un nombre important de réunions des membres du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise (VAFEAS, 1999 ; FICH / WHITE, 2005). Des réunions plus fréquentes de l'organe de contrôle semblent ainsi résulter de problèmes économiques importants que la société cherche à résoudre au moyen de consultations plus nombreuses de ses administrateurs.

Contrairement à la perspective *ex post*, nous n'avons pu détecter, ni pour l'Hexagone, ni pour l'Allemagne, de liens significatifs entre la fréquence de réunions et la mesure de performance VAC. Le constat d'une multiplication des réunions du conseil d'administration d'une société ne semble donc pas être vu de manière négative par les acteurs sur les marchés financiers. En conséquence, l'hypothèse H_{10} n'est pas validée dans la perspective *ex ante*.

Échantillon français :

► Des réunions plus fréquentes de l'organe de contrôle entraînent, *ceteris paribus*, une moindre performance, l'impact étant uniquement significatif dans une optique *ex post*.

Hypothèse H_{10} non validée
ex ante

Hypothèse H_{10} validée
ex post

Échantillon allemands :

► Des réunions plus fréquentes du conseil de surveillance entraînent, *ceteris paribus*, une moindre performance, l'impact étant uniquement significatif dans une optique *ex post*.

Hypothèse H_{10} non validée
ex ante

Hypothèse H_{10} validée
ex post

Une autre différence entre les systèmes de gouvernance français et allemand a pu être observée au niveau de l'influence du nombre de comités consultatifs spécialisés sur la création de valeur. Dans le cas de l'Allemagne, les tests *t* de *Student* nous montrent l'existence d'une relation significativement positive pour l'ensemble des sous-modèles et indépendamment de la mesure de performance retenue. Cela conforte le constat de KLEIN (1998) qui trouve qu'un nombre important de comités peut s'avérer particulièrement utile dans les entreprises disposant d'un conseil d'administration de grande taille. Compte tenu de ces résultats, nous validons l'hypothèse H_{11} . En

revanche, la nature de la relation n'est pas très claire en France. D'une part, nous n'observons aucun lien significatif entre le nombre de comités et la variable VAC. D'autre part, les tests basés sur la mesure RCP_AJ indiquent l'existence d'une relation clairement négative entre la variable COMITES et la performance. L'existence d'un nombre élevé d'instances consultatives paraît donc négativement influencer sur la création de valeur *ex post*. Pour connaître les raisons de ces différences, il serait nécessaire, à notre avis, de conduire des tests approfondis sur la composition des comités consultatifs, l'objectif étant d'examiner si la mauvaise performance relève éventuellement d'une présence trop importante d'administrateurs internes. Pour résumer, nous ne pouvons valider l'hypothèse H₁₁ dans une vision *ex ante*, et l'infirmons même dans une optique *ex post*.

Échantillon français :

► Un nombre plus élevé de comités consultatifs provoque, *ceteris paribus*, une moindre création de valeur, l'impact étant uniquement significatif dans une optique *ex post*.

Hypothèse H₁₁ non validée
ex ante

Hypothèse H₁₁ infirmée
ex post

Échantillon allemand :

► Un nombre plus important de comités consultatifs conduit, *ceteris paribus*, à une meilleure performance, que celle-ci soit mesurée dans une vision *ex ante* ou *ex post*.

Hypothèse H₁₁ validée

L'analyse de la dernière variable médiatrice (AGE) montre également des résultats différents. Ainsi, l'âge moyen des administrateurs n'a aucun effet significatif sur la performance des entreprises françaises. L'hypothèse H₁₂ ne peut donc être validée pour les sociétés du CAC 40. Toute différente est la situation en Allemagne. Ici, nous observons une relation clairement négative entre la moyenne d'âge des administrateurs et les deux mesures de performance (VAC et RCP_AJ). Un conseil de surveillance composé de membres relativement âgés connaît ainsi, toutes choses égales par ailleurs, une moindre performance qu'un organe de contrôle de taille comparable comprenant des surveillants plus jeunes. L'hypothèse H₁₂ peut alors être confirmée pour les grands groupes allemands. Rappelons que ces résultats confortent plusieurs travaux empiriques anglo-saxons indiquant une dégradation de la discipline au sein de l'organe de contrôle au fur et à mesure que l'âge des mandataires augmente et que ces derniers se rapprochent du moment de la retraite (VANCIL, 1987, pp. 69-104 ; CORE *et al.*, 1999 ; HOLMSTRÖM, 1999). Ici, la baisse de l'efficacité du conseil d'administration en découlant s'explique principalement par des pressions concurrentielles moindres sur le marché du travail externe des administrateurs.

Échantillon français :

► La moyenne d'âge des administrateurs n'a, *ceteris paribus*, pas d'influence sur la performance, que celle-ci soit mesurée dans une vision *ex ante* ou *ex post*.

Hypothèse H₁₂ non validée

Échantillon allemand :

► La moyenne d'âge des administrateurs a, *ceteris paribus*, une incidence négative sur la performance, que celle-ci soit mesurée dans une vision *ex ante* ou *ex post*.

Hypothèse H₁₂ non validée

Les différences nationales, constatées au niveau des variables médiatrices, existent également au niveau de la réaction des variables de contrôle. Ainsi, nous observons, pour l'échantillon français, une influence significativement positive de la taille de l'entreprise, mesurée par le logarithme naturel du total de l'actif, sur la mesure de performance *ex ante* VAC. Parallèlement, aucun des tests basés sur le critère de création de valeur *ex post* RCP_AJ ne révèle de lien positif entre cette variable et la taille de la firme. Cela nous amène à infirmer l'hypothèse H₁₃ dans une optique *ex ante*. De plus, cette même hypothèse ne peut être validée dans une vision *ex post*. Pour ce qui est de l'échantillon français, les résultats sont évidents. Ainsi, nous pouvons globalement confirmer l'hypothèse H₁₃, les tests effectués révélant un impact significativement négatif de la taille de l'entreprise sur la création de valeur (qu'elle soit mesurée par la VAC ou par la RCP_AJ).

Ajoutons que nos résultats allemands sont conformes à de nombreux travaux empiriques démontrant que la performance relative d'une entreprise tend à diminuer au fur et à mesure que sa taille augmente (BANZ, 1981 ; REINGANUM, 1982 ; BASU, 1983 ; BROWN *et al.*, 1983 ; HAMON, 1986 ; HILLION, 1988 ; FAMA / FRENCH, 1992 ; OERTMANN, 1994). Quant à l'effet positif de la taille, observé lors des régressions sur la variable VAC pour l'échantillon français, nous supposons que l'anticipation, par les marchés financiers, de la réalisation d'économies d'échelle l'emporte vraisemblablement sur les craintes d'une dégradation de l'efficacité.

Échantillon français :

► Il existe une relation négative entre la taille de la firme et la création de valeur, l'impact n'étant significatif que dans une perspective *ex post*.

**Hypothèse H₁₃ validée
*ex ante***

**Hypothèse H₁₃ non validée
*ex post***

Échantillon allemand :

- Il existe une relation significativement négative entre la taille de la firme et la performance, que celle-ci soit mesurée dans une perspective *ex post* ou *ex ante*.

Hypothèse H₁₃ non validée

Dans le cas de la seconde variable de contrôle, ACTION_DOMIN, nous observons, pour les deux pays étudiés, les mêmes effets sur la création de valeur. Les tests *t* de *Student* indiquent l'existence d'une relation négative et significative entre la présence d'un actionnaire détenant au moins 10 % du capital de la firme et la performance, cette dernière étant mesurée par le critère *ex ante* VAC. Néanmoins, le signe des coefficients β sont opposés à ce qui était attendu, ce qui nous conduit à infirmer l'hypothèse H₁₄ pour la perspective *ex ante*. En revanche, dans le cas des régressions retenant la mesure RCP_AJ comme variable à expliquer, l'hypothèse H₁₄ peut être ni infirmée, ni validée. Au regard de ces résultats, nous supposons que les craintes des acteurs sur les marchés financiers par rapport à la présence d'actionnaires dominants pouvant convaincre le *management* à prendre des décisions défavorables aux petits porteurs, l'emportent sur l'espoir d'une amélioration de la surveillance de l'équipe dirigeante. Autrement dit, le danger d'une spoliation semble peser davantage que les gains disciplinaires potentiels.

Échantillon français :

- La présence d'un actionnaire dominant conduit à une moindre performance *ex ante*, mais n'a pas d'effet sur la création de valeur dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H₁₄ infirmée
*ex ante***Hypothèse H₁₄ non validée**
*ex post***Échantillon allemand :**

- La présence d'un actionnaire dominant conduit à une moindre création de valeur dans une optique *ex ante*, mais n'a pas d'effet sur la performance dans une vision *ex post*.

Hypothèse H₁₄ infirmée
*ex ante***Hypothèse H₁₄ non validée**
ex post

La variable LIENS_FIN cherche à contrôler si la sécurisation d'un lien personnel *via* une participation financière dans la même société permet de renforcer la création de valeur. Autrement dit, y a-t-il un renforcement de la performance quand, par exemple, la *Deutsche Bank* envoie un

membre de son directoire dans un groupe industriel dont elle détient au moins 5 % du capital ? Comme l'indiquent nos différents tests, il existe une relation significativement positive entre la variable LIENS_FIN et la performance *ex ante* des entreprises françaises. En revanche, aucune influence robuste ne peut être constatée pour la mesure de performance *ex post*. Par conséquent, l'hypothèse H₁₅ ne peut être validée que partiellement. Au niveau des entreprises allemandes, un effet négatif et robuste peut être constaté dans les quatre premiers sous-modèles basés sur la variable RCP_AJ. Or, cette relation devient non significative quand toutes les variables explicatives sont ajoutées (sous-modèle V). Dans la mesure où le coefficient de régression standardisé β est proche du seuil de significativité de 10 % ($p = 0,1464$), nous décidons donc d'infirmer l'hypothèse H₁₅ pour les tests *ex post*. À l'opposé de l'échantillon allemand, aucun effet significatif, quelle que soit sa nature, n'a pu être détecté dans une vision *ex ante*.

Tandis que la coexistence de liens personnels et financiers paraît être saluée par les investisseurs sur les marchés financiers, une telle conjugaison ne permet pas, au moins au niveau des sociétés allemandes, de renforcer durablement l'efficacité de l'organe de contrôle et ainsi la création de valeur. Ce résultat confirme l'opinion des adversaires de la « *Deutschland AG* » qui arguent que le recoupement des liens personnels et financiers permet de cimenter les structures de pouvoir et de protéger les directions des grandes entreprises contre toute influence de l'extérieur (ADAMS, 1994 ; WENGER / KASERER, 1998).

Échantillon français :

► La coexistence de liens personnels et financiers conduit à une meilleure performance *ex ante*, mais n'a pas d'effet sur la création de valeur dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H₁₅ validée
ex ante

Hypothèse H₁₅ non validée
ex post

Échantillon allemand :

► La coexistence de liens personnels et financiers affecte négativement la création de valeur, l'impact n'étant significatif que dans une perspective *ex post*.

Hypothèse H₁₅ non validée
ex ante

Hypothèse H₁₅ infirmée
ex post

La dernière variable de contrôle, STRUCT_MON, ne concerne que l'échantillon français. De fait, dans la mesure où la législation allemande demande aux sociétés d'appliquer une structure duale à directoire et conseil de surveillance avec séparation fonctionnelle complète entre le premier dirigeant et le président de l'organe de contrôle, il est inutile de tester l'impact d'une

structure moniste. Pour les entreprises françaises, les tests *t* de *Student* confirment globalement notre hypothèse H₁₆. Ainsi, nous observons l'existence d'une relation positive entre le fait qu'une société opte pour une structure moniste avec cumul des fonctions dans la personne du PDG et la performance, que cette dernière soit mesurée par le critère VAC ou par le critère RCP_AJ. Cette relation est statistiquement significative à l'exception des sous-modèles III.

Les résultats témoignent d'une plus forte création de valeur quand les responsabilités sont centralisées entre les mains du PDG. Une telle structure peut, en effet, présenter plusieurs avantages. D'une part, elle permet de réduire les coûts entraînés par le transfert d'informations, de connaissances et d'expériences entre les instances de gouvernance (BRICKLEY *et al.*, 2007). D'autre part, le cumul des pouvoirs entre les mains d'une seule personne peut sensiblement réduire le risque de conflits entre l'équipe dirigeante et l'organe de contrôle, et ainsi permettre de prendre de meilleures décisions stratégiques (HARRIS / HELFAT, 1998). L'effet positif d'une structure moniste sur la performance que nous observons va, de surcroît, de pair avec les résultats d'une étude menée par GODARD / SCHATT (2005b) qui, en analysant 2.037 firmes françaises, observent de meilleures performance pour les sociétés ayant opté pour une structure organisationnelle (*i. a.* BALIGA *et al.*, 1996 ; DAILY / DALTON, 1997 ; DALTON *et al.*, 1998).

Échantillon français :

► L'application d'une structure moniste avec cumul des fonctions dans la personne du PDG influence positivement tant la performance *ex ante* que la création de valeur *ex post*.

Hypothèse H₁₆ validée

Rappelons que les tests de *Breusch-Pagan* et d'*Hausman* nous avaient indiqué, pour certains sous-modèles de l'échantillon allemand, que la méthode de *panel* à effets aléatoires serait à privilégier. Dans la mesure où les sous-modèles complets s'avéraient favorables à l'application de la méthode des coupes transversales agrégées, nous avons, cependant, retenu cette dernière pour tous les tests. La conduite additionnelle de tests de *panel* à effets aléatoires pour les sous-modèles cités ci-dessus permet globalement de confirmer nos résultats, issus des tests en coupes cumulées. Si, dans le sous-modèle I, aucune variable disciplinaire n'est significative, leur affinement, dans le test II, montre un impact significativement négatif de la variable CUMUL_DIREC sur la performance *ex post*. L'analyse du sous-modèle III confirme l'effet positif des variables INFO_FIRMES et LONGEVITE. Celles-ci restent significatives avec l'inclusion, dans le sous-modèle IV, des variables disciplinaires principales. Enfin, dans le sous-modèle V, les variables CUMUL_DIREC et INFO_FIRMES ressortent significativement. De plus, les tests des variables disciplinaires et de contrôle donnent globalement les mêmes résultats que dans les tests précités.

Synthèse des résultats de l'analyse empirique des échantillons nationaux :

L'analyse des échantillons nationaux à travers un modèle synthétique de la gouvernance nous a permis d'obtenir des réponses plus claires sur les enjeux des réseaux d'administrateurs et leur influence sur la création de valeur. De surcroît, l'étude séparée des grandes firmes de part et d'autre du Rhin a mis en lumière l'existence de différences remarquables concernant les conséquences des liens interconseils pour l'efficacité des organes de contrôle. Les résultats, très nombreux, des tests de *panel* réalisés peuvent être synthétisés par les points suivants :

- Au niveau du CAC 40, le cumul de mandats externes (postes de direction et de contrôle) par un administrateur influence négativement la création de valeur. De surcroît, l'effet est plus important pour le critère de performance *ex ante* (VAC) qu'en cas de la mesure *ex post* de la valeur créée (RCP_AJ). À la différence des sociétés françaises, une influence négative du cumul global de mandats sociaux ne peut être observée outre-Rhin.
- En France, lorsque les postes cumulés sont distingués selon leur nature, seul l'exercice de mandats de contrôle externes nuit à la performance, alors que l'occupation de fonctions exécutives externes n'a pas d'impact sur la valeur créée. La situation est contraire en Allemagne. Ici, le cumul de mandats de contrôle externes n'affecte pas l'efficacité du conseil de surveillance. En revanche, lorsqu'un mandataire siège parallèlement au directoire d'une autre société, la performance se dégrade sensiblement. Comme pour le cumul de mandats de tous types, la réaction des marchés sur le cumul est plus importante que ce qu'indique l'analyse de l'effet *ex post* des liens interconseils sur la création de valeur.
- Le niveau de réputation d'un « cumulard », approximé par le décompte des fonctions de direction et de contrôle exercées durant sa carrière professionnelle, n'a pas d'influence significative sur l'efficacité de l'organe de contrôle, ni en Allemagne, ni en France.
- Une distinction en fonction de l'historique des postes occupées par un multimandataire, similaire à la mesure du cumul actuel de mandats, montre que la présence de « cumulards » ayant exercé, par le passé, de nombreuses fonctions *managériales*, est préjudiciable à la création de valeur. En revanche, le niveau de compétences, en termes de contrôle, d'un « cumulard » n'a d'effet significatif sur la création de valeur dans aucun des pays étudiés. Par conséquent, l'existence d'un effet de réputation ne peut être confirmée.
- L'accès potentiel, grâce à la présence d'administrateurs multimandats, aux ressources cognitives d'autres firmes constitue un atout décisif pour le conseil d'administration. Il lui permet de s'approvisionner en informations et connaissances, de renforcer l'efficacité de l'organe de contrôle et d'améliorer, *in fine*, la création de valeur de l'entreprise. Ajoutons que l'impact *ex ante* s'avère à nouveau plus fort que l'effet *ex post*.

- La présence de multimandataires membres du forum d'échange européen *ERT* représente une source privilégiée de renseignements, permettant d'enrichir les discussions au sein de l'organe de contrôle et de stimuler la création de richesse. Si l'effet peut être globalement confirmé pour les entreprises françaises, il n'est significatif que pour la mesure de performance *ex ante* des groupes cotés dans l'indice boursier DAX 30.
- La quote-part des multimandataires français qui sont titulaires de la Légion d'honneur influence positivement la création de valeur *ex post*, alors que la part des porteurs de l'Ordre national du Mérite n'affecte pas la performance. En Allemagne, ni le pourcentage des « cumulards » occupant des fonctions honoraires ou détenant des titres honorifiques, ni la part des porteurs du « *Bundesverdienstkreuz* » n'a d'effet robuste sur la valeur créée.
- Si le pourcentage des « cumulards » ayant poursuivi une formation élitiste n'affecte pas l'efficacité des organes de contrôle français, la distinction selon les Grandes Écoles montre que la part des diplômés par l'École Polytechnique nuit à la performance, contrairement aux multimandataires formés par l'ÉNA. En Allemagne, la quote-part des administrateurs multimandats possédant un doctorat n'a pas d'effet sur la création de valeur.
- La quote-part des multimandataires ayant occupé ou occupant des fonctions exécutives internes n'a pas d'influence sur la création de valeur des sociétés du CAC 40. En revanche, la présence, au sein du conseil de surveillance, d'anciens dirigeants est saluée par les investisseurs en Allemagne, mais s'avère neutre dans une perspective *ex post*.
- La longévité moyenne des « cumulards » influence favorablement la création de valeur des firmes françaises quand une mesure *ex post* de la performance est appliquée. En Allemagne, ce même aspect est négativement interprété par les marchés financiers, mais n'a pas de conséquences significatives sur la rentabilité des capitaux propres.
- Au niveau des variables médiatrices, il existe un effet positif de la taille de l'organe de contrôle pour les firmes françaises (*ex ante*) et un effet négatif pour les sociétés allemandes (*ex post*). La fréquence de réunions de l'organe de contrôle a, dans les deux pays, un impact négatif sur la performance *ex post*. Un nombre élevé de comités s'avère favorable outre-Rhin, mais nuit aux groupes français (*ex post*). L'âge des administrateurs n'a pas d'impact en France, mais une incidence clairement négative en Allemagne.
- Les variables de contrôle montrent de même des différences nationales. La taille de la firme a un impact positif sur la performance *ex ante* en France, mais un effet négatif en Allemagne (*ex ante* et *ex post*). La présence d'un actionnaire dominant réduit l'efficacité du conseil d'administration dans une perspective *ex ante*, sans avoir d'effets *ex post*. La coexistence de liens financiers renforce la performance *ex ante* des groupes français, mais nuit à la création de valeur *ex post* des firmes allemandes. Enfin, l'application d'une structure moniste s'avère favorable à la performance des entreprises françaises.

Tableau 126 : Synthèse de l'impact des variables explicatives dans les échantillons nationaux sur la création de valeur *ex ante* (VAC)

Variable explicative	Conséquences pour l'efficacité de l'organe de contrôle		Impact sur la performance <i>ex ante</i> de la firme	
	France	Allemagne		
CUMUL_TOTAL	baisse de la discipline	pas d'effet significatif	négatif	neutre
CUMUL_DIREC	pas d'effet significatif	baisse de la discipline	neutre	négatif
CUMUL_CONTR	baisse de la discipline	pas d'effet significatif	négatif	neutre
REPUT_TOTAL	pas d'effet significatif	pas d'effet significatif	neutre	
REPUT_DIREC	baisse de la discipline	pas d'effet significatif	négatif	neutre
REPUT_CONTR	pas d'effet significatif	pas d'effet significatif	neutre	
INFO_FIRMES	meilleur approvisionnement en informations	meilleur approvisionnement en informations	positif	
INFO_ERT	meilleur approvisionnement en informations	meilleur approvisionnement en informations	positif	
INFO_LEGION	pas d'effet significatif	-	neutre	-
INFO_MERITE	pas d'effet significatif	-	neutre	-
INFO_HONOR	-	pas d'effet significatif	-	neutre
INFO_BVK	-	pas d'effet significatif	-	neutre
COMPET_ECOLE	pas d'effet significatif	-	neutre	-
COMPET_ENA	pas d'effet significatif	-	neutre	-
COMPET_X	baisse de l'efficacité cognitive	-	négatif	-
COMPET_PHD	-	pas d'effet significatif	-	neutre
COMPET_SPECI	pas d'effet significatif	renforcement de l'efficacité cognitive	neutre	positif
LONGEVITE	pas d'effet significatif	baisse de l'efficacité cognitive	neutre	négatif
TAILLE_CONSEIL	pas d'effet significatif	pas d'effet significatif	neutre	
REUNIONS	pas d'effet significatif	pas d'effet significatif	neutre	
COMITES	pas d'effet significatif	renforcement de l'efficacité	neutre	positif
AGE	pas d'effet significatif	baisse de l'efficacité	neutre	négatif
TAILLE_FIRME	-	-	positif	négatif
ACTION_DOMIN	-	-	négatif	
LIENS_FIN	-	-	positif	neutre
STRUCT_MON	-	-	positif	-

Source : notre propre tableau

Tableau 127 : Synthèse de l'impact des variables explicatives dans les échantillons nationaux sur la création de valeur *ex post*

Variable explicative	Conséquences pour l'efficacité de l'organe de contrôle		Impact sur la performance <i>ex post</i> de la firme	
	France	Allemagne		
CUMUL_TOTAL	baisse de la discipline	pas d'effet significatif	négatif	neutre
CUMUL_DIREC	pas d'effet significatif	baisse de la discipline	neutre	négatif
CUMUL_CONTR	baisse de la discipline	pas d'effet significatif	négatif	neutre
REPUT_TOTAL	pas d'effet significatif	pas d'effet significatif	neutre	
REPUT_DIREC	baisse de la discipline	baisse de la discipline	négatif	
REPUT_CONTR	pas d'effet significatif	pas d'effet significatif	neutre	
INFO_FIRMES	meilleur approvisionnement en informations	meilleur approvisionnement en informations	positif	
INFO_ERT	meilleur approvisionnement en informations	pas d'effet significatif	positif	neutre
INFO_LEGION	meilleur approvisionnement en informations	-	positif	-
INFO_MERITE	pas d'effet significatif	-	neutre	-
INFO_HONOR	-	pas d'effet significatif	-	neutre
INFO_BVK	-	pas d'effet significatif	-	neutre
COMPET_ECOLE	pas d'effet significatif	-	neutre	-
COMPET_ENA	pas d'effet significatif	-	neutre	-
COMPET_X	baisse de l'efficacité cognitive	-	négatif	-
COMPET_PHD	-	pas d'effet significatif	-	neutre
COMPET_SPECI	pas d'effet significatif	pas d'effet significatif	neutre	
LONGEVITE	renforcement de l'efficacité cognitive	pas d'effet significatif	positif	neutre
TAILLE_CONSEIL	pas d'effet significatif	pas d'effet significatif	neutre	
REUNIONS	baisse de l'efficacité	baisse de l'efficacité	négatif	
COMITES	baisse de l'efficacité	renforcement de l'efficacité	négatif	positif
AGE	pas d'effet significatif	baisse de l'efficacité	neutre	négatif
TAILLE_FIRME	-	-	neutre	négatif
ACTION_DOMIN	-	-	neutre	
LIENS_FIN	-	-	neutre	négatif
STRUCT_MON	-	-	positif	-

Source : notre propre tableau

Conclusion du chapitre 3

L'objectif principal du chapitre était la réalisation des tests empiriques sur l'échantillon global et les échantillons nationaux, ainsi que la présentation, de façon comparative, des résultats concernant l'impact des liens interconseils sur la capacité de la firme à créer, grâce à un fonctionnement efficace de son organe de contrôle, de la valeur pour ses actionnaires. Pour minimiser le risque de résultats biaisés, nous avons, d'abord, mené différents tests préliminaires (tests de multicolinéarité, d'hétéroscédasticité et de normalité, étude des valeurs déviantes, analyse de *panel*), ce qui nous a permis d'identifier la méthode *panel* des coupes transversales agrégées comme démarche économétrique la plus adaptée à l'analyse de nos données.

La construction d'un échantillon global, qui porte sur environ 350 observations, a présenté l'avantage de disposer d'un nombre important d'entreprises et de pouvoir tester le modèle de recherche indépendamment du pays d'origine des sociétés. L'analyse empirique montre que le cumul de mandats de tous types n'a pas d'effet significatif sur la performance. Or, la distinction des postes selon leur nature fait ressortir que l'exercice, par un administrateur, de mandats de direction externes diminue l'efficacité de l'organe de contrôle, alors que le cumul de mandats de contrôle n'a pas d'effets significatifs. De plus, la présence de « cumulards » disposant d'un niveau de compétences important en termes de contrôle permet d'améliorer la création de valeur. L'accès d'une firme, grâce à la présence d'administrateurs multimandats, à d'autres firmes constitue une ressource cognitive stimulant la création de richesse. En revanche, la formation et la détention de décorations nationales n'ont pas d'effets clairs sur la performance. Enfin, une longue présence commune des multimandataires dans l'organe de contrôle se traduit, suite aux bénéfices cognitifs en découlant, par un net renforcement de la création de valeur.

L'analyse comparative des échantillons nationaux met en lumière plusieurs différences remarquables. Ainsi, le cumul de mandats de tous types a des effets négatifs en France, mais aucun impact en Allemagne. Si le cumul de mandats de contrôle est préjudiciable en France, l'exercice de postes de direction externe nuit à la création de valeur des firmes allemandes. Une forte expérience d'un « cumulard » en termes de compétences *managériales* s'avère défavorable à la performance. En revanche, l'existence d'un effet de réputation au niveau des mandats de contrôle ne peut être confirmée de part et d'autre du Rhin. L'accès, *via* les multimandataires, à d'autres firmes renforce l'efficacité cognitive de l'organe de contrôle. Il en va de même pour la présence de « cumulards » membres de l'ERT. Les administrateurs multimandats diplômés par l'École Polytechnique nuisent à la création de valeur, alors qu'aucun effet ne peut être observé pour les sortants de l'ÉNA. Contrairement à la France, la formation des multimandataires n'affecte pas la performance des sociétés allemandes. Enfin, la longévité moyenne des « cumulards » a des effets positifs sur la création de valeur dans les deux pays.

Conclusion de la quatrième partie

La dernière partie de cette thèse avait pour objectif de mettre en lumière tant les caractéristiques principales des réseaux interconseils noués entre les « *Blue Chips* » des économies française et allemande, que leur impact – étudié par la mobilisation d’un cadre synthétique de la gouvernance – sur la capacité des organes de contrôle, porteurs de ces liens, à assurer une surveillance efficace des équipes dirigeantes et à contribuer ainsi, *in fine*, à une création de valeur attractive pour les actionnaires. L’originalité de la partie réside dans sa structure « tri-céphale » permettant de traiter la question de l’effet des liens personnels sur la performance de différentes manières. Concrètement, cette dernière partie propose trois apports majeurs :

- l’analyse descriptive mettant en avant la nature des liens interconseils parmi les sociétés des premiers indices boursiers français et allemand (chapitre 2) ;
- l’étude empirique d’un échantillon bi-national, composé de 70 sociétés étudiées sur une période de cinq ans, permettant d’analyser l’incidence des liens interconseils indépendamment de l’origine des sociétés et de spécificités nationales (chapitre 3), et ;
- l’examen empirique distinct des sous-échantillons nationaux permettant de faire ressortir les points communs et les différences clés entre les réseaux relationnels inter-firmes de part et d’autre du Rhin et de tester leur conséquences respectives pour la création de valeur des entreprises (chapitre 3).

La partie commence par un chapitre introductif visant à présenter la méthodologie appliquée, les éléments du modèle de recherche, les données collectées, ainsi que l’opérationnalisation proposée des variables explicatives et à expliquer. Ce chapitre est suivi par une présentation descriptive détaillée des caractéristiques des liens interconseils en France et en Allemagne. À cette fin, nous avons, d’abord, analysé l’échantillon global, avant de mettre en lumière, dans un second temps, les différences que l’on peut observer en comparant les liens personnels des deux pays. Les réseaux d’administrateurs reposent sur deux formes relationnelles : les liens établis à travers les mandataires occupant des fonctions exécutives externes (liens directs) et des liens noués par la présence de « cumulards » exerçant parallèlement d’autres mandats de contrôle (liens indirects). L’examen de l’échantillon global montre que les liens personnels connectent la quasi-totalité des entreprises considérées. Les liens directs connaissent, au cours de la période étudiée, une diminution assez sensible de leur nombre (-25 %) qui est compensée par une relative stabilité des liens indirects, faisant que le nombre total de ces relations ne diminue que légèrement entre 2001 et 2005. Le « cumulard-type » de l’échantillon global est masculin, a plus de 60 ans, est de nationalité française ou allemande. Il exerce, en moyenne, entre deux et trois mandats (de direction et / ou

de contrôle) dans les firmes de l'échantillon global, les postes occupés étant comparativement plus importants que ceux des administrateurs « ordinaires ». Ce n'est qu'une minorité des multimandataires qui exerce parallèlement plus de dix fonctions. Seule une quote-part minime des administrateurs multimandats peut être désignée de « cumulards transfrontaliers ».

La comparaison descriptive des échantillons nationaux montre que le réseau allemand est comparativement plus dense que le réseau français. Le nombre total des liens recule, au cours des cinq années étudiées (2001-2005) à hauteur d'un sixième environ en France, mais reste relativement stable outre-Rhin. Les liens directs connaissent une forte baisse pendant la période d'observation (-14 % pour le CAC 40, -37 % pour le DAX 30), la diminution étant compensée en Allemagne par une multiplication des liens indirects (+4 %). Le secteur financier occupe une position fédératrice dans le réseau allemand des liens directs, mais ne joue pas de rôle prédominant dans l'Hexagone. Concernant les caractéristiques des « cumulards », les deux pays se ressemblent notamment au niveau de l'âge moyen de ces mandataires, de leur répartition selon le sexe et de la quote-part des multimandataires qui sont de nationalité étrangère. Plus de la moitié des « cumulards » français et deux-cinquièmes environ de leurs confrères allemands n'exercent, outre leur mandat d'administrateur, qu'un autre mandat de direction et de contrôle. Seule une minorité des multimandataires occupe parallèlement au moins quatre postes. La majorité des « cumulards » des grands groupes français est diplômée d'une Grande École, alors que deux administrateurs multimandats sur trois des sociétés allemandes disposent d'un doctorat universitaire. Environ un « cumulard » sur dix des deux cotés du Rhin fait partie du forum d'échange européen *ERT*. En France, un pourcentage très élevé des multimandataires porte des décorations nationales (Ordre de la Légion d'honneur ou Ordre national du Mérite). En Allemagne, les « mérites sociaux » des administrateurs se traduisent souvent par l'occupation de fonctions académiques honoraires, la détention de titres universitaires honorifiques ou d'autres décorations nationales. Environ 15 % des « cumulards » du CAC 40 occupent ou ont occupé par le passé une fonction *managériale* dans la firme dans laquelle ils siègent. Au niveau du DAX 30, une entreprise sur deux environ accueille, dans son conseil de surveillance, au moins un ancien membre du directoire. Enfin, les multimandataires français se caractérisent par une longévité moyenne légèrement plus élevée que leurs homologues allemands.

L'analyse empirique de l'échantillon global montre qu'il n'est pas inutile de distinguer les types de mandats cumulés. De fait, lorsque les postes cumulés ne sont pas classés selon leur nature, mais regroupés dans une seule variable, aucun impact significatif sur la performance de la firme ne peut être observé. Or, leur différenciation montre que c'est notamment le cumul de mandats de direction externes par un administrateur qui nuit à l'efficacité disciplinaire de l'organe de

contrôle et, *in fine*, à la création de valeur. En revanche, le simple cumul de mandats de surveillance n'a pas de conséquences négatives pour la création de richesse. La classification précitée des mandats s'avère également utile pour vérifier l'influence du niveau de compétences, en termes *managériaux* ou de contrôle, des multimandataires sur la performance. Ici, une influence négative des compétences de gestion peut être observée, alors que le nombre de mandats de contrôle exercés par un « cumulard » au cours de la carrière a un effet positif sur la création de valeur. La présence d'administrateurs multimandats permet, grâce à l'accès potentiel à d'autres entreprises, d'enrichir les échanges cognitifs au sein de l'organe de contrôle et de renforcer ainsi l'efficacité de ce dernier. Alors que les décorations nationales et les fonctions honorifiques des « cumulards » n'ont pas d'impact sur la performance, il n'en va pas de même pour la formation des multimandataires qui, lorsqu'elle est « élitiste », s'avère préjudiciable à la valeur créée (optique *ex post*). La quote-part des « cumulards » internes ne paraît pas affecter l'efficacité de l'organe de contrôle. En revanche, l'existence d'une relation positive entre la longévité moyenne des multimandataires et la performance *ex post* témoignent de l'importance des apports cognitifs des « cumulards ». Enfin, l'analyse de nos deux mesures de performance montre globalement une réaction plus forte des marchés financiers face aux liens que ce que révèle l'étude *ex post* de la performance.

L'étude comparative des deux pays confirme en partie les résultats précédents, mais fait aussi ressortir un certain nombre de différences remarquables. Ainsi, le cumul de mandats de tous types a un effet clairement négatif en France, mais s'avère neutre en Allemagne. Autre différence : le cumul de mandats exécutifs externes n'affecte pas la performance des firmes françaises, mais nuit nettement aux entreprises allemandes. En revanche, le cumul de mandats de contrôle influe très négativement sur la création de valeur des sociétés du CAC 40, mais n'a pas de conséquences significatives pour celle des firmes du DAX 30. L'existence d'un effet de réputation ne peut être confirmée de part et d'autre du Rhin. Par contre, la présence de « cumulards » disposant d'un portefeuille personnel riche en compétences *managériales* nuit à la création de valeur. Comme pour l'échantillon global, le nombre de firmes accessibles par les « cumulards » contribue positivement à la performance. Il en va de même pour la quote-part des multimandataires membres de l'ERT. Les décorations nationales constituent partiellement une source d'informations « alternatives » stimulant la performance des entreprises du CAC 40, mais n'ont pas d'impact significatif sur l'efficacité des conseils allemands. La formation des « cumulards » allemands n'influence pas la création de valeur. En revanche, la présence, dans les conseils français, de multimandataires diplômés par l'École Polytechnique, dégrade la performance. La longévité moyenne des « cumulards » a des effets positifs en France, mais négatifs en Allemagne. Enfin, comme pour l'analyse de l'échantillon bi-national, les marchés réagissent plus fortement sur des aspects relationnels que ce que montre une analyse de l'impact de ces éléments sur la performance *ex post*.

Conclusion générale

Conclusion générale

Depuis les travaux pionniers de JEIDELS (1905) et HILFERDING (1970 [1909]) sur les relations personnelles et de capital entre les firmes de l'ancien empire allemand, les réseaux interentreprises ont attiré régulièrement l'intérêt non seulement des chercheurs, mais également des médias et du public. Tandis que les discussions en France ont souvent porté sur l'interpénétration de la haute administration publique et des secteurs industriels clés par des fonctionnaires « élitistes », les débats en Allemagne ont essentiellement tourné autour des liens multiples existant entre les plus grandes entreprises industrielles, commerciales et financières.

Bien que le rôle des relations interfirmes ait été aussi appréhendé aux États-Unis, les discussions se distinguaient, cependant, considérablement de part et d'autre de l'Atlantique. Si les réseaux étaient considérés aux États-Unis comme un élément nuisant à la concurrence et au libre jeu des marchés, ils étaient, en revanche, jugés de façon positive dans les grandes nations de l'Europe continentale. L'attitude favorable vis-à-vis des réseaux s'expliquait par la nature même de ces économies « relationnelles » dont l'objectif consiste à assurer, au travers d'une coordination étroite entre les acteurs centraux, l'augmentation du bien-être de toute la Société.

Compte tenu de l'interprétation différente du rôle et des conséquences des réseaux interfirmes, les structures de liens connaissaient des évolutions divergentes dans les principaux pays industrialisés. Alors que les États-Unis renforçaient, à l'exception d'une courte période dans les années 30 du siècle passé, les réglementations en vue de démanteler les liens interfirmes, ces derniers se caractérisaient par une prospérité sans précédent en Europe continentale. En France, les liens s'épaississaient sous la forme de « noyaux durs », permettant de « guider » l'économie et de garantir une évolution stable en termes d'investissements et d'emplois. Outre-Rhin, les réseaux perduraient, en grande partie, pendant la période Nazie et permettaient à l'économie allemande de redevenir, dans l'après-guerre, très rapidement une puissance industrielle mondiale.

L'internationalisation continue de l'économie et l'ouverture des marchés de capitaux dans de nombreux pays ont, toutefois, depuis la fin des années 80, considérablement changé l'opinion relative aux réseaux interfirmes. Ainsi, la financiarisation croissante de la gouvernance des entreprises a entraîné, dans les grands groupes européens, des réorientations stratégiques majeures qui s'avéraient incompatibles avec les objectifs des anciennes structures relationnelles. Par conséquent, bon nombre d'entreprises s'éloignaient successivement de la logique de réseau et commençaient à réduire, voire à supprimer, leur relations de capital et, dans une moindre mesure, également leurs liens interconseils. Cette évolution a été renforcée par des critiques, parfois très vives, venant de la presse et des associations de protection des actionnaires selon lesquelles les réseaux

interfirmes auraient conduit, notamment pendant les années 60 et 70, à l'émergence de systèmes économiques échappant de plus en plus au contrôle des propriétaires. En France, les attaques ciblaient notamment les « noyaux durs bouclés » qui, en raison de liens financiers réciproques entre les premiers groupes de l'Hexagone, auraient entraîné des structures d'auto-contrôle. Pour ce qui est de l'Allemagne, la construction de structures relationnelles opaques reposant sur l'entretien de participations mutuelles dans le capital des firmes « réseau » et le partage d'administrateurs communs – souvent résumé par le terme « *Deutschland AG* », – aurait provoqué une sensible perte de contrôle des propriétaires privés en faveur des équipes dirigeantes des grandes entreprises industrielles, commerciales et financières.

Malgré la multiplication considérable des auteurs critiquant les conséquences néfastes des réseaux interfirmes français et allemands pour la création de valeur des entreprises liées, force est de constater que les travaux empiriques testant l'incidence de ce phénomène sont – contrairement aux études anglo-saxonnes – peu nombreux et se limitent, de plus, souvent à la seule analyse des structures de propriété. En revanche, les liens interconseils sont majoritairement négligés ou, au mieux, abordés de manière descriptive, sans examiner leurs effets sur la performance. Cela est d'autant plus surprenant que les critiques vis-à-vis des réseaux d'administrateurs ont été – vraisemblablement en raison du fait qu'on peut les médiatiser très facilement – particulièrement vives de part et d'autre du Rhin. Ainsi, les « cumulards » y ont été qualifiés, par exemple, de « nuls en costard », de membres d'un « club élitiste » ou de mandataires « chroniquement surchargés », ces termes les supposant incapables d'assurer une surveillance efficace des dirigeants.

S'ajoute aux éléments précités que le peu d'études empiriques menées en finance et en gouvernance – que ce soit en France ou en Allemagne – présentent des résultats peu concluants. La divergence constatée des résultats s'explique essentiellement par la grande variété des mesures de liens utilisées, ainsi que par la nature différente des critères de performance retenus. De fait, tandis que certains travaux mesurent la création de valeur au moyen de rentabilités comptables non ajustées pour le risque spécifique, d'autres utilisent des indicateurs reflétant la performance en termes de valeurs de marché. De surcroît, plusieurs auteurs se sont concentrés sur les conséquences indirectes des liens interconseils (impact sur la détermination des rémunérations des dirigeants, taux de départ fort des dirigeants « enracinés en raison d'une mauvaise performance...), mais n'ont pas appréhendé les conséquences directes de la présence de « cumulards » sur la création de valeur. Par conséquent, il semble difficile, à l'heure actuelle, de conclure définitivement sur les effets des liens interconseils sur la performance des firmes françaises et allemandes. En revanche, il semblerait que les attaques venant des médias et de l'opinion publique contre les réseaux interfirmes ne soient au moins pas entièrement étayées par la recherche.

Apports théoriques et empiriques

Au regard des éléments évoqués ci-dessus, l'objectif de notre travail de recherche a été d'éclaircir, au moyen d'une étude empirique analysant les échanges d'administrateurs parmi les grandes sociétés françaises et allemandes, le rôle des liens interconseils et leur impact sur la création de valeur de l'entreprise. Dans ce contexte, la mobilisation d'une grille de lecture synthétique avait pour objectif d'élargir l'angle de vue sur les réseaux en vue d'aboutir à des réponses plus fondées et de « démythifier » ainsi les discussions sur l'effet du cumul de mandats. Pour y parvenir, nous avons emprunté une démarche analytique comprenant quatre étapes :

- une description générale des réseaux interfirmes existants en France et Allemagne, leur rôle dans les systèmes de gouvernance respectifs, ainsi que la présentation de leur évolution historique (partie I) ;
- une revue de la littérature retenant un cadre juridico-financier de la gouvernance pour expliquer les effets des liens interconseils et son opposition à l'interprétation de ces relations dans les approches sociologiques et stratégiques (partie II) ;
- la construction, sur la base d'une grille de lecture synthétique de la gouvernance, d'un nouveau modèle de recherche comprenant à la fois des arguments issus des perspectives disciplinaire et cognitives pour expliquer les conséquences du cumul de mandats sur la création de valeur (partie III), et ;
- l'analyse descriptive des liens interconseils existant au niveau des grandes firmes françaises et allemandes, de leur évolution sur la période 2001-2005 et des caractéristiques des administrateurs multimandats, ainsi que la sousmission, tant d'un échantillon bi-national que des sous-échantillons nationaux, à notre modèle de recherche en vue de tester, au moyen d'analyses de *panel*, sa validité pour expliquer les effets des liens interconseils sur la performance (partie IV).

Afin de pouvoir construire un modèle de recherche pertinent qui reflète au mieux le rôle des liens interconseils, nous avons proposé, dans la **première partie**, une description générale des relations interfirmes les plus fréquentes, à savoir les liens personnels et financiers. Leur analyse repose sur la conviction qu'une bonne connaissance des spécificités des réseaux interfirmes des pays en question est primordiale pour pouvoir développer un modèle explicatif propre. Pour ce qui est des relations personnelles, nous avons distingué les liens directs, indirects et indirects supplémentaires. De surcroît, nous avons évoqué, pour chaque forme son potentiel d'influence sur les organes de gouvernance des sociétés interconnectées. Au niveau des liens de capital, la distinction a été faite par ordre croissant selon la complexité des structures relationnelles, entre les participations financières simples, réciproques, pyramidales et circulaires.

Après avoir mis en lumière l'influence potentielle de ces formes relationnelles sur le processus de prise de décision dans les entreprises « réseau », nous avons analysé, dans un second temps, le rôle spécifique des liens interfirmes dans les systèmes de gouvernance français et allemands. De surcroît, nous avons identifié l'influence de la législation nationale et des codes de « bonne conduite » sur ce type de relations. Il en ressort que les réglementations relatives au cumul de mandats s'avèrent plus strictes en France qu'en Allemagne. Ainsi, l'exercice de mandats est généralement limité au nombre de cinq dans l'Hexagone, comparé à un seuil de dix (15 y compris les mandats dans les filiales) outre-Rhin. Les codes de gouvernance apparaissent légèrement plus restrictifs, recommandant de ne pas dépasser respectivement quatre et cinq mandats (cela concerne les membres du directoire uniquement) de part et d'autre du Rhin. En revanche, l'occupation de postes (de contrôle et de direction) à l'étranger ne fait nulle part l'objet de contraintes juridiques ou de recommandations de gouvernance explicites. En ce qui concerne les relations de capital, le législateur français interdit les liens croisés dépassant le seuil de 10 % du capital, alors que la jurisprudence allemande se contente de plafonner, pour les participations financières réciproques, l'exercice des droits de vote à un niveau de 25 %.

Outre la présentation des formes des liens et de leurs régulations, nous avons présenté, tant pour la France que pour l'Allemagne, l'évolution historique des réseaux. Cela nous a permis de mettre en lumière, à travers la synthèse d'une littérature abondante, tant les principales caractéristiques des structures interentreprises françaises et allemandes, que leurs changements et modifications pendant le siècle passé. Il en ressort que les réseaux représentent, dans les deux pays, la réponse à une demande massive de capitaux pour financer l'industrialisation à la fin du XIX^e siècle. Ce besoin a été essentiellement satisfait par les banques. En raison de leur structure universelle, celles-ci ont « assuré » leur politique de crédit par l'acquisition parallèle de participations dans le capital de leurs firmes client et l'envoi de leurs représentants dans les organes de contrôle. Soulignons que cette stratégie s'est avérée bénéfique pour tous les acteurs : les banques car elles pouvaient réduire leurs risques de crédit, et les entreprises concernées qui bénéficiaient aussi de conditions de financement plus attractives. Au regard d'une opinion publique favorable à la coordination de l'économie s'est ainsi développé au cours du temps, sur les deux rives du Rhin, un réseau complexe de liens personnels et financiers entre les plus grandes entreprises. Si leur évolution était assez similaire dans la première moitié du XX^e siècle, plusieurs différences peuvent être observées après. En France, c'est l'administration publique qui pénètre, depuis l'après-guerre, les réseaux et qui fait de l'État français un acteur actif. En Allemagne, deux groupes privés *leaders* : la *Deutsche Bank* et *Allianz* dominant et renforcement successivement – bien entendu, sous la bienveillance de l'État fédéral – les relations interfirmes. Suite à l'internationalisation croissante du monde des affaires et des marchés financiers depuis le milieu des années 80, les réseaux atteignent leur apogée au début des années 90, mais connaissent depuis, notamment au niveau des

liens de capital, des restructurations importantes. À ce titre, ce sont notamment les grands groupes financiers qui sont en retrait. Cela semble notamment dû à la concurrence internationale accrue et aux révisions stratégiques auxquelles les structures traditionnelles de réseau ne paraissent plus à même de répondre. À ce titre, nous avons explicitement appréhendé les discussions récentes, menées dans les deux pays, concernant une dissolution définitive des réseaux traditionnels. Si une telle tendance peut être observée pour des liens financiers, elle paraît beaucoup moins évidente au niveau des liens interconseils. Cette partie se termine par une discussion de la question d'une « européanisation » des réseaux. Malgré l'existence de quelques travaux, ce thème ne semble pas encore, à l'heure actuelle, beaucoup exploité par la littérature. Toutefois, le peu d'analyses qui existent indique plutôt une importance comparativement faible des liens transfrontaliers.

Après une présentation introductive, dans la partie précédente, des formes des relations interentreprises et du contexte économique général dans lequel elles s'inscrivent dans les économies françaises et allemandes, la **seconde partie** visait à exposer les grilles théoriques habituellement mobilisées pour expliquer les conséquences des liens interconseils sur la performance des firmes connectées. Nous avons identifié, dans un premier temps, au travers d'une synthèse des travaux empiriques, les facteurs susceptibles de déterminer le nombre de liens personnels établis par une entreprise à partir de l'organe de contrôle. À ce titre, les facteurs ont été distingués selon les caractéristiques de l'entreprise, du conseil d'administration et des mandataires sociaux. Pour ce qui est de la première catégorie, l'inventaire de la littérature montre que la taille de l'entreprise influence positivement le nombre de mandataires échangés. De plus, le secteur financier semble être plus enclin à nouer ce type de relations que d'autres secteurs économiques. L'existence d'une participation financière augmente la probabilité de nouer des relations interconseils. Enfin, le nombre de liens établis paraît aussi dépendre de la performance de l'entreprise. Au niveau des caractéristiques de l'organe de contrôle, beaucoup de travaux mettent en avant une influence positive de la taille et du nombre d'administrateurs externes et indépendants sur le nombre de liens interconseils créés. En revanche, l'impact de la quote-part des administrateurs internes et de l'application d'une structure moniste à cumul fonctionnel sur la quantité de relations personnelles n'est pas clair. Concernant les caractéristiques des mandataires sociaux, tant la présence de mandataires âgés que celle d'administrateurs exerçant des mandats de direction externe paraît augmenter le nombre de connexions personnelles externes d'une entreprise. Quant à la rémunération des mandataires sociaux, elle semble avoir un effet négatif sur le nombre de postes cumulés.

Après la présentation des facteurs influant sur le nombre de liens interconseils entretenus, nous avons présenté les deux perspectives habituellement mobilisées par la littérature pour expliquer le rôle du cumul de mandats, à savoir l'approche juridico-financière de la gouvernance et l'approche sociostratégique. De plus, nous avons synthétisé et interprété les résultats des études empiriques menées sur les relations interconseils à partir de ces grilles de lecture.

En ce qui concerne les travaux menés en finance et en gouvernance, force est de constater qu'une très grande majorité aborde la question de l'effet des liens interconseils sur la performance à partir d'une perspective juridico-financière classique. Suivant cette optique, le cumul de mandats est supposé conduire – que ce soit en raison d'une surcharge temporelle des « cumulards » ou encore suite à des comportements de collusion de ces derniers avec d'autres administrateurs et / ou dirigeants – à une dégradation de la discipline au sein de l'organe de contrôle dont souffriraient, *in fine*, les actionnaires par une moindre création de valeur. Pour remédier à la perte d'efficacité, il faudrait alors, à travers des mesures incitatives et disciplinaires, rendre moins attractif le partage d'administrateurs communs entre les firmes. Notons qu'une telle argumentation est généralement mobilisée pour souligner l'importance d'une limitation du cumul de mandats (externes). Néanmoins, l'approche disciplinaire propose également, bien qu'elle soit visiblement moins connue, une interprétation positive des liens personnels. L'idée repose sur l'hypothèse d'un fonctionnement efficace du marché du travail des administrateurs externe qui attribuerait les mandats de contrôle en fonction de la réputation des candidats, cette dernière étant déterminée par la « performance disciplinaire » passée des administrateurs. De surcroît, le cumul de postes par un mandataire peut être interprété comme une source de compétences en termes de contrôle. Dans les deux cas, la présence de « cumulards » permettrait alors de renforcer la discipline au sein de l'organe de contrôle et de contribuer ainsi à une meilleure performance.

Compte tenu de l'ampleur des débats et de discussions, notamment dans les économies de l'Europe continentale, à propos des liens interconseils et de leur impact sur la performance de la firme, on s'attendrait alors à des résultats empiriques étayant l'argumentation négative précitée. Cependant, l'image s'avère moins claire en réalité. Tandis qu'une majorité des études américaines confirme l'effet négatif des liens personnels sur l'efficacité du conseil d'administration et, *in fine*, sur la performance, le faible nombre des travaux existant en France et en Allemagne ne permet pas d'obtenir une réponse satisfaisante à cette question. Certaines études montrent à la fois des effets positifs et négatifs sur la création de valeur, alors que d'autres ne détectent aucune relation significative entre le cumul de mandats et la performance. Contrairement à l'opinion publique, l'impact supposé préjudiciable des liens interconseils semble donc loin d'être confirmé.

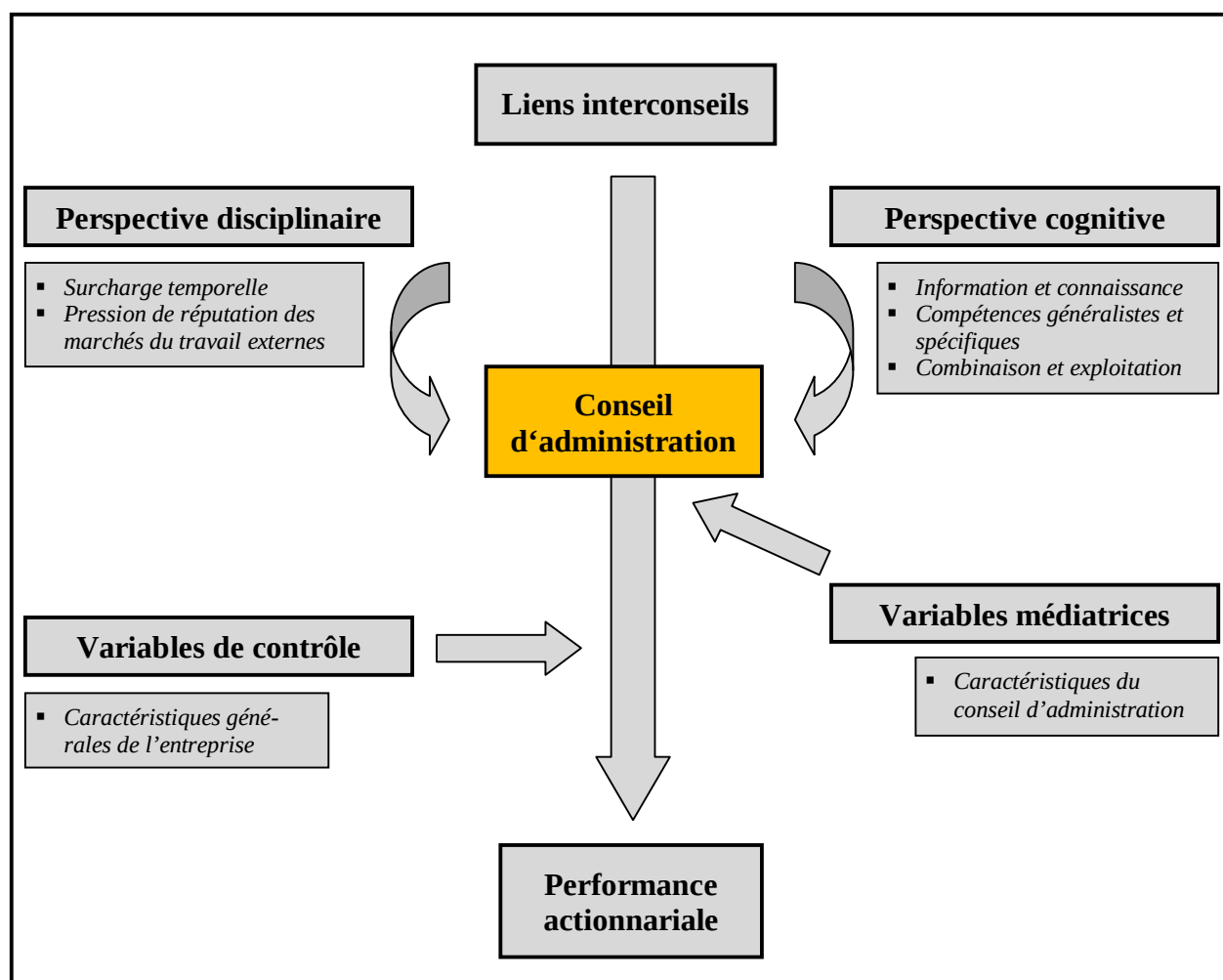
Le second grand courant théorique, qui est notamment mobilisé dans les travaux stratégiques et sociologiques, comprend deux visions majeures des relations personnelles interconseils. La première, qualifiée de perspective « intégrative », admet que les réseaux d'administrateurs représentent un outil permettant de réaliser des objectifs supérieurs tels que la sécurisation du pouvoir d'un cercle de firmes, d'un secteur économique ou d'une classe sociale. En revanche, la seconde – souvent dite « interorganisationnelle » –, considère le cumul de mandats comme un moyen permettant de réduire, grâce à l'accès à des ressources externes, l'incertitude environnemen-

tale de la firme. De plus, cette lecture est parfois mobilisée pour expliquer les comportements d'enracinement des dirigeants afin d'assurer leur position de pouvoir dans l'entreprise. Bien que les études empiriques retenant une lecture sociostratégique des réseaux personnels ne soient pas non plus très nombreuses, elles concluent de façon plus positive sur l'incidence des liens interconseils sur la création de valeur. Ainsi, les travaux américains et asiatiques mettent notamment en avant l'apport des compétences et des connaissances des « cumulards » dont les entreprises les accueillant semblent pouvoir profiter à travers une meilleure performance. Pour ce qui est des analyses menées en France et en Allemagne, elles ne sont, à nouveau, pas très nombreuses. Par conséquent, il est très difficile de conclure. Au niveau des travaux français, les effets négatifs semblent légèrement l'emporter, tandis qu'outre-Rhin la seule étude existante montre des effets négatifs indirects sur la création de valeur. Le nombre limité des travaux en Europe continentale empêche donc une conclusion définitive par rapport aux liens personnels.

La présentation de la diversité des résultats des travaux abordant le thème des liens interconseils à partir des grilles de lecture précitées nous a permis de mettre en lumière les difficultés des perspectives juridico-financière et sociostratégiques à répondre, de manière satisfaisante, à la question de l'incidence du cumul de mandats sur la performance. La faiblesse explicative de la première approche s'explique essentiellement par ses restrictions théoriques qui, exclusivement disciplinaires, ignorent l'influence d'autres éléments tels que le pouvoir ou les relations sociales entre les « cumulards ». En revanche, la perspective sociostratégique tient habituellement bien compte des aspects sociaux-relationnels pour justifier l'existence des liens, mais néglige souvent d'examiner leur influence sur la performance des entreprises liées. S'y ajoute que ces deux approches ignorent toutes deux, en grande partie, les contributions cognitives des liens interconseils sous la forme d'apports d'informations, de connaissances et de compétences.

Dans la mesure où le faible pouvoir explicatif des perspectives juridico-financière et sociostratégique ne permet pas de conclure définitivement sur la question de l'impact des liens interconseils sur la performance de la firme, nous avons développé, dans la **troisième partie**, sur la base d'une approche synthétique de la gouvernance, un modèle de recherche conciliant les contributions des administrateurs multimandats en termes disciplinaires et cognitives (figure 57). La vision repose sur une interprétation nouvelle du conseil d'administration dont la mission ne consiste plus uniquement à la simple surveillance de l'équipe dirigeante, mais également au soutien actif de cette dernière lors de l'élaboration de la stratégie pour l'entreprise. Compte tenu de la nature dynamique du processus de création de valeur, l'analyse du cumul de mandats à partir d'une grille synthétique qui combine les arguments disciplinaires et cognitifs nous semble en effet mieux adaptée pour mettre en lumière le potentiel des liens interconseils à contribuer au développement de connaissances collectives spécifiques et difficilement imitables.

Figure 57 : Modèle de recherche global proposé



Source : notre propre modèle de recherche

L'originalité du modèle de recherche proposé réside dans sa structure « bi-céphale » qui permet de tester l'influence des liens interconseils à travers deux voies d'intervention différentes. La première représente les arguments issus de l'approche juridico-financière et cherche à modéliser tant les hypothèses disciplinaires négatives (surcharge de temps des multimandataires) que positives (effet de réputation exercé par le marché du travail des administrateurs externe) habituellement exposées par ce courant théorique. Quant au second levier d'intervention, qui a recours à différents courants théoriques (sociologie, stratégie et économie), il cherche à exposer, au moyen de l'analyse d'éléments tels que la formation, l'expérience et la confiance, les contributions cognitives des administrateurs multimandats pour créer des compétences collectives.

Le modèle est complété par deux catégories de variables. Le premier groupe est composé de variables médiatrices (taille du CA, nombre de réunions...) dont l'objectif consiste à modéliser les modalités de l'influence des variables explicatives principales sur la performance. L'autre catégorie représente des variables de contrôle (taille de la firme, présence d'actionnaires dominants...). Si celles-ci caractérisent également des sources d'influence potentielle sur la création de valeur, elles ne relèvent, cependant, pas du modèle théorique construit.

Dans la **dernière partie**, nous avons testé la plausibilité du modèle de recherche proposé. À ce titre, nous avons, dans un premier temps, dressé un tableau détaillé des liens interconseils tels qu'ils se présentent dans la première décennie du XXI^e siècle en France et en Allemagne. Pour ce faire, nous avons construit deux types d'échantillon. Le premier comprend la totalité des sociétés cotées fin 2005 dans les principaux indices boursiers français et allemand, à savoir le CAC 40 et le DAX 30. Pour un total de 70 entreprises, nous avons étudié le phénomène du partage d'administrateurs communs sur la période 2001-2005. Outre cet échantillon global, nous avons conduit, sur la même période, de nombreuses analyses descriptives pour chacun des sous-échantillons nationaux, l'objectif étant de faire ressortir tant des points communs, que des différences significatives entre les deux pays considérés.

L'analyse descriptive de l'échantillon franco-allemand confirme l'image, souvent mise en avant par la littérature des réseaux, d'une forte interconnexion personnelle des instances de gouvernance des plus grandes firmes. Ainsi, un administrateur sur trois environ peut être qualifié de « cumulard ». De plus, cette quote-part s'avère relativement stable au cours de notre période d'observation. Notons que nos chiffres se distinguent nettement de ceux de GUIEU / MESCHI (2008) et de MAATI (2008) qui n'observent, pour les firmes européennes, qu'une quote-part des multimandataires d'environ 13%. Cet écart s'explique vraisemblablement par le fait que nous nous sommes uniquement concentré sur les « *Blue Chips* » françaises et allemandes et que nous n'avons pas considéré les administrateurs représentant les salariés. La forte présence parallèle des administrateurs dans plusieurs organes de direction et / ou de contrôle permet de lier la quasi-totalité des firmes observées. L'analyse de la nature des relations montre que les réseaux reposent très majoritairement sur des administrateurs multimandats n'occupant pas de fonctions exécutives externes, seule une minorité des « cumulards » étant dirigeants dans une autre société de l'échantillon. À la différence des liens directs qui diminuent, au cours des cinq ans étudiés, d'environ un quart, le nombre de liens indirects reste stable. Compte tenu du fait que la seconde forme relationnelle domine les réseaux français et allemand, le nombre total de liens interconseils baisse ainsi légèrement. Le multimandataire « typique » est masculin, âgé de 62 ans, de nationalité française ou allemande et siège dans les conseils de firmes de son pays d'origine. Seule une minorité des administrateurs ($\approx 8\%$) exerce des mandats des deux côtés du Rhin. Autre constat : les « cumulards » paraissent plus fréquemment occuper des postes de responsabilité tels que président ou vice-président du conseil ou président d'un comité que les monomandataires.

Outre l'analyse descriptive de l'échantillon global, nous avons également étudié, de manière détaillée, les caractéristiques de chacun des sous-réseaux nationaux. À ce titre, nous avons, dans un premier temps, comparé des éléments de gouvernance. Il en ressort que les sociétés françaises se caractérisent par des organes de contrôle de taille plus grandes que les firmes allemandes

(après élimination des représentants du personnel). En raison de l'analyse des plus grandes entreprises, nos chiffres divergent pour les deux pays de ceux d'autres études ayant examiné des firmes de taille inférieure (FAUVER / FUERST, 2006 ; NGUYEN-DANG, 2006). Les organes de contrôle français se réunissent, en moyenne, plus de sept fois par an, ce qui conforte les chiffres trouvés par GODARD / SCHATT (2005b). En revanche, la moyenne allemande ne s'élève qu'à cinq réunions annuelles. Tant les sociétés du DAX 30 que les entreprises cotées dans l'indice CAC 40 entretiennent, en moyenne, trois comités consultatifs spécialisés.

La comparaison des liens interconseils français et allemands fait ressortir plusieurs différences intéressantes. Bien que l'échange d'administrateurs permette de connecter, dans les deux pays, la quasi-totalité des sociétés, le réseau du DAX 30 est comparativement plus dense que celui du CAC 40. De plus, le nombre total des liens personnels diminue, pendant la période étudiée, d'environ 15 % en France, mais reste relativement stable outre-Rhin. La distinction selon les formes relationnelles montre une baisse parallèle des liens directs et indirects pour les firmes françaises ($\approx -15\%$), alors que la forte réduction du cumul de mandats de direction externes (-37%) est compensée, en termes absolus, par une hausse des relations indirectes. La relative stabilité des liens personnels allemands que nous observons conforte les résultats de HEINZE (2002) et s'oppose ainsi directement aux travaux de BEYER (2003) et HÖPNER (2003a) qui concluent à une dissolution continue de la « *Deutschland AG* ». En ce qui concerne la France, les tendances à la suppression des liens financiers, constatées par BAUDRU / KECHIDI (1988), LOULMET / MORIN (1999) et MORIN / RIGAMONTI (2002) ne peuvent donc pas être confirmées pour les liens personnels. Autre différence entre les sous-échantillons : à l'opposé des banques françaises, les groupes financiers occupent une position clé dans le réseau allemand des liens directs.

Pour ce qui est des caractéristiques des multimandataires, la France et l'Allemagne ne se distinguent ni au niveau de l'âge moyen des administrateurs, ni concernant celui des « cumulards ». La quote-part des mandataires féminins reste de même très faible dans les deux pays. Alors que le pourcentage des administrateurs d'origine étrangère connaît une légère hausse durant la période étudiée, leur présence parmi les « cumulards » reste toujours l'exception. La carte d'entrée pour les « cumulards » français semble être un diplôme d'une Grande École prestigieuse, alors que le doctorat universitaire, de préférence en droit ou en économie / gestion, s'avère très utile en Allemagne. L'importance observée des Grandes Écoles françaises conforte les résultats d'une étude d'ALLEMAND (2008) sur le marché *managérial* de l'Hexagone. L'analyse du rôle des deux établissements *leader*, à savoir l'ÉNA et l'École Polytechnique, pour lesquels nous observons des quotes-parts de respectivement 24 % et 21 % parmi les « cumulards », corrobore, de plus, des analyses antérieures, menées par NGUYEN-DANG (2006) et HARTMANN (2007).

L'analyse de nos sous-échantillons confirme de même l'observation d'un accès plus fréquent des multimandataires à des postes de responsabilité. Une minorité des « cumulards » à accès à la source d'information privilégiée que constitue la Table ronde des industriels européens (*ERT*). Une bonne partie des administrateurs multimandats français porte des décorations nationales, alors que cet aspect ne semble pas – contrairement aux titres académiques honorifiques – jouer un important en Allemagne. La quote-part des multimandataires français qui peuvent être qualifiés d'« internes », c'est-à-dire qui ont occupé, par le passé des fonctions exécutives dans la société les accueillant comme administrateur double entre 2001 et 2005, pour atteindre un niveau de 7 % environ à la fin de la période d'observation. Après addition des administrateurs dirigeants actuels, leur quote-part varie autour de 15 %. En Allemagne, l'héritage de postes est très fréquent, une société sur deux environ ayant un ancien membre du directoire à la tête du conseil de surveillance. Enfin, la longévité moyenne des multimandataires ne diffère pas significativement entre les deux pays, mais connaît une légère augmentation pendant la période observée pour atteindre un niveau d'environ sept ans pour le CAC 40 et cinq ans dans le cas du DAX 30.

Après les analyses descriptives des liens interconseils, nous avons testé la validité empirique de notre modèle de recherche. Pour examiner l'incidence du cumul de mandats, nous avons retenu deux mesures distinctes de la performance. La première, dénommée valeur actionnariale créée (VAC) et basée sur la méthode élaborée par FERNANDEZ / VILLANUEVA (2005), représente la richesse effectivement créée pour l'actionnaire, après déduction des coûts des fonds propres. Reposant uniquement sur des valeurs de marché, elle constitue un critère *ex ante* de la performance qui incorpore les anticipations des acteurs à la Bourse. La seconde mesure est la rentabilité des capitaux propres (RCP_AJ) qui a été ajustée pour le risque spécifique et les éléments exceptionnels perturbant le résultat net. Comparée au critère VAC, la mesure RCP_AJ est basée sur des valeurs comptables. Dès lors, elle peut être considérée comme un critère *ex post* de la performance. L'avantage de tester notre modèle séparément pour ces deux mesures de performance réside dans le fait que cela permet d'examiner les conséquences des liens interconseils tant dans une optique *ex ante*, qu'à partir d'une vision *ex post* et de détecter, le cas échéant, des effets différents du cumul de mandats selon la perspective considérée. Comme pour l'analyse descriptive, nous avons examiné, d'abord, l'ensemble des observations, puis, séparément les sous-échantillons nationaux. Les tests empiriques ont été réalisés par des régressions de *panel* sous la forme de coupes transversales agrégées. L'utilisation d'une méthode de *panel* présente l'avantage de tenir compte des dimensions transversales et temporelles. Par conséquent, il est possible d'étudier des effets spécifiques à la firme et non observables dans les régressions classiques, ainsi que de prendre en considération l'évolution des variables explicatives au cours du temps.

L'analyse de l'échantillon global montre que les effets des liens interconseils varient selon les mesures relationnelles et de performance retenues. Dans la perspective disciplinaire, le cumul de mandats (de direction et de contrôle) par un administrateur n'a pas d'effets significatifs sur la performance. En revanche, la distinction entre mandats fait ressortir que le cumul de postes de direction externes nuit fortement à la création de valeur, alors que l'occupation de plusieurs fonctions de contrôle ne paraît pas affecter la performance. De surcroît, la réaction des marchés au premier type de liens s'avère beaucoup plus négative que ce que révèle l'analyse *ex post* de la performance. Nos résultats portent un nouvel éclairage sur le rôle des liens personnels puisqu'ils montrent des réactions différentes selon le type de lien considéré. Ils confortent les travaux de HALLOCK (1997), CORE *et al.* (1999), FICH / WHITE (2003) et BARNERA / GUEDJ (2009) qui trouvent que la présence, dans l'organe de contrôle, de dirigeants externes entraîne des pertes d'efficacité et conduit, *in fine*, à une moindre création de valeur. Au niveau du test de l'effet de réputation, nous avons observé un résultat similaire. Tandis que le nombre total de mandats (de tout type) exercé par un « cumulard » au cours de sa carrière n'a pas d'influence sur la création de valeur, la distinction selon le type de postes occupés montre que la présence de multimandataires se caractérisant par un niveau important de compétences *managériales*, réduit l'efficacité disciplinaire de l'organe de contrôle et nuit à la performance. En revanche, le niveau de compétences en termes de contrôle d'un multimandataire, approximé par le nombre de postes d'administrateur occupés pendant sa carrière, renforce la discipline et stimule la création de richesse. Dans les deux cas, la réaction des marchés, reflétée par notre mesure *ex ante*, s'avère beaucoup plus forte que l'effet *ex post*. Suivant nos résultats, la nomination, en tant qu'administrateur, de dirigeants externes disposant de beaucoup de compétences *managériales* serait alors à éviter.

Dans la perspective cognitive, l'accès d'une entreprise, grâce à la présence de multimandataires, à d'autres firmes pour se procurer des informations et des connaissances s'est montré fortement bénéfique. L'apport de ressources cognitives paraît enrichir les échanges dans le conseil d'administration et améliorer la création de valeur. De nouveau, nous observons une réaction plus importante dans l'optique *ex ante* que dans la vision *ex post*. Notre résultat confirme l'étude de HAUNSCHILD (1993) qui montre que le cumul de mandats permet à l'administrateur, grâce à l'acquisition de nouvelles connaissances et techniques, de perfectionner ses compétences et d'augmenter ainsi l'efficacité cognitive du conseil d'administration. Contrairement à nos attentes, l'accès, grâce à la présence de mandataires membres de l'ERT, à des informations « privilégiées », ne s'avère pas propice, mais nuit, au contraire, à la création de valeur *ex post*. L'ERT étant constitué de dirigeants de grands groupes européens, ce résultat va de pair avec notre constat d'une baisse de l'efficacité en cas de présence d'administrateurs à fonctions exécutives externes. Malgré leur fréquence, les décorations nationales et titres honorifiques des administrateurs multimandats n'affectent pas significativement la performance. En revanche, la quote-part des multimandataires ayant reçu une formation élitiste a une incidence négative sur la création de valeur dans l'optique

ex post. La composition du conseil de « cumulards » se caractérisant par des capacités cognitives similaires ne paraît ainsi pas renforcer la performance, mais représente, au contraire, un frein pour l'efficacité de l'organe de contrôle. La firme ne semble, de plus, pas profiter de la présence de multimandataires occupant ou ayant occupé par le passé des fonctions exécutives en son sein. Enfin, nous observons une incidence positive de la longévité moyenne des administrateurs « cumulards » sur la création de valeur *ex post*. Lorsque ce type de mandataire siège depuis longtemps dans l'organe de contrôle, cela paraît donc améliorer, par des facteurs tels que la confiance et l'estime mutuelle, l'efficacité cognitive du conseil et ainsi contribuer à une meilleure performance. Nos résultats confortent les développements de GRANOVETTER (1985), WESTPAHL / BEDNAR (2005) et ADAMS / FERREIRA (2007) qui soulignent l'importance des facteurs cognitifs pour l'efficacité du conseil d'administration.

L'analyse séparée des sous-échantillons nationaux montre plusieurs différences significatives entre la France et l'Allemagne. Ainsi, le cumul de mandats externes (de tout type) à une influence nettement négative sur la performance des entreprises françaises, mais n'affecte pas la création de valeur outre-Rhin. La distinction entre les types de liens fait ressortir que l'occupation, par un administrateur, de fonctions exécutives externes n'a pas d'impact significatif en France, mais un effet très négatif en Allemagne. En revanche, le cumul de mandats de contrôle externes s'avère défavorable à la performance des firmes françaises, mais n'a pas de conséquences sur la performance des sociétés du DAX 30. Ajoutons que dans l'ensemble des cas, la réaction des marchés financiers a été plus négative que l'analyse *ex post* de l'effet des liens sur la création de valeur. Tandis que nos résultats confortent ceux de KRAMARZ / THESMAR (2004) trouvés pour la France, ils s'opposent à ceux qu'observent ENTORF *et al.* (2009) pour l'Allemagne.

Pour ce qui est de l'effet de réputation, nous observons, dans les deux pays, une influence négative du niveau de compétences *managériales* des multimandataires sur l'efficacité la création de valeur. Ainsi, la présence de mandataires disposant, grâce au nombre important de postes exécutifs qu'ils ont occupés pendant leur carrière, d'une grande expérience *managériale* paraît réduire l'efficacité disciplinaire de l'organe de contrôle et, finalement, nuire à la performance. Pour la France, nos résultats confirment une étude de PAQUEROT (1996) qui montre de même une relation négative entre le nombre de postes de PDG occupés par un *manager* au fil de sa carrière et la performance. Comme pour l'échantillon global, notre analyse séparée des firmes françaises et allemandes a apporté un nouvel éclairage sur le rôle du cumul de mandats. La distinction des postes occupés selon leur nature montre des effets différents selon les pays considérés. Il en va de même pour l'effet de réputation. Alors que le marché paraît pénaliser la nomination, comme administrateur, de dirigeants externes très expérimentés, les compétences en termes de contrôle d'un « cumulard » ne paraissent pas affecter significativement l'efficacité du conseil d'administration et sa contribution à la création de valeur dans l'entreprise.

Pour ce qui est des voies d'intervention cognitives, nous pouvons confirmer l'incidence positive, déjà observée pour l'échantillon global, du nombre de firmes externes potentiellement accessibles grâce aux administrateurs multimandats. L'accès d'une société à des informations et connaissances externes représente ainsi un atout très important permettant d'améliorer l'efficacité cognitive de l'organe de contrôle et de stimuler la création de valeur. Une fois de plus, l'impact de cet aspect s'avère plus fort dans une optique *ex ante* que dans une analyse *ex post*. À l'opposé de notre première analyse, la présence de « cumulards » qui sont membres de l'ERT s'avère positive pour les firmes du CAC 40 et partiellement favorable pour le DAX 30. Au niveau des décorations nationales, le pourcentage des multimandataires français qui sont titulaires de la Légion d'honneur influence positivement la création de valeur. En revanche, nous n'avons pu constater d'effets significatifs des décorations ou des titres honorifiques en Allemagne.

Au niveau de la formation, nous avons observé un effet défavorable à la performance de la quote-part des « cumulards » qui sont diplômés par l'École Polytechnique. En revanche, le pourcentage d'énarques n'affecte pas la création de valeur des entreprises françaises. Nos résultats s'opposent à ceux de KRAMARZ / THESMAR (2006) qui observent que les dirigeants diplômés par l'ÉNA profitent, contrairement aux polytechniciens, d'une protection d'emploi nuisant à la création de valeur. Ils diffèrent également de ceux d'ALLEMAND (2008) qui n'observe aucune différence de performance entre les sociétés, dirigées par des anciens sortants d'établissements d'éducation prestigieux, et les *managers* n'ayant pas poursuivi un tel cursus. Pour l'Allemagne, il ne ressort aucun lien robuste entre les « cumulards » disposant d'un doctorat universitaire et la performance. La présence d'administrateurs multimandats occupant ou ayant occupé une fonction exécutive dans la société les mandatant n'affecte pas la création de valeur. En Allemagne, cet aspect est salué par les investisseurs, mais s'avère finalement neutre dans une optique *ex post*. Enfin, nous avons également constaté des différences significatives au niveau du rôle de la longévité moyenne des multimandataires. Si celle-ci affecte positivement la création de valeur *ex ante* des firmes françaises, elle se caractérise, en revanche, par un impact clairement négatif sur la performance *ex post* des sociétés du DAX 30. Alors que nos résultats pour la France confortent les arguments de WESTPHAL / BEDNAR (2005) et ADAMS / FERREIRA (2007) sur l'importance des facteurs cognitifs pour l'efficacité du conseil d'administration, les effets négatifs d'une longévité élevée (conflits cognitifs, manque d'avis hétérogènes...) paraît l'emporter outre-Rhin.

Pour résumer, force est donc de constater que le modèle de recherche proposé a permis de clarifier les effets des liens interconseils. D'une part, nous avons montré que les conséquences de l'échange d'administrateurs communs dépendent du type de mandats cumulés et peuvent varier selon la perspective à partir de laquelle l'influence sur la performance est étudiée. D'autre part, le rôle du cumul de mandats ne se limite visiblement pas aux seuls effets disciplinaires. Bien au contraire, les liens interconseils paraissent constituer pour l'entreprise des ressources importantes

permettant de renforcer, grâce à l'apport d'informations, de connaissances et de compétences ainsi que leur exploitation par les multimandataires, l'efficacité cognitive du conseil d'administration et contribuer ainsi à une meilleure création de valeur de l'entreprise. Nos résultats alimentent les débats relatifs aux réseaux d'administrateurs et montrent que l'élargissement du cadre d'analyse permet de différencier davantage concernant les conséquences des liens personnels sur la performance, ce qui les fait apparaître sous une nouvelle lumière.

Implications pour la composition des organes de contrôle

Compte tenu des résultats de nos investigations empiriques, la présence d'administrateurs multimandats ne doit donc pas nécessairement être interprétée de manière négative. Cependant, les risques de perte d'efficacité suite au cumul de mandats restent présents. Par conséquent, il relève de la responsabilité de la société, et notamment des organes de gouvernance, de poursuivre une politique de recrutement et de nomination des administrateurs permettant de profiter de leurs apports cognitifs, sans que cela nuise parallèlement à l'efficacité disciplinaire du conseil.

Dans les firmes françaises, une comparaison des effets positifs et négatifs de la nomination d'administrateurs multimandats serait à effectuer. Le recrutement de candidats qui sont parallèlement membres d'équipes dirigeantes externes est susceptible d'améliorer le niveau de discipline, mais réduit – dans la mesure où il n'existe quasiment pas de cumul de mandats de direction dans plusieurs sociétés – l'accès à des sources d'informations et de connaissances externes potentiellement stimulatrices de la création de valeur. Cet effet peut être partiellement compensé lorsque l'administrateur est membre de l'*ERT*. En revanche, la nomination de mandataires occupant déjà beaucoup de postes de contrôle externes, risque de diminuer l'efficacité disciplinaire de l'organe de contrôle, mais renforce dans le même temps l'efficacité cognitive du conseil d'administration. Dans les deux cas, une longue présence du mandataire en question devrait être envisagée. Aussi, la sélection de nouveaux candidats devrait alors être faite en conformité avec les profils des administrateurs déjà présents au conseil et l'orientation stratégique de la firme.

En Allemagne, la nomination d'administrateurs exerçant des mandats de direction externes et disposant, de surcroît, de beaucoup de compétences *managériales*, devrait être évitée. L'effet négatif peut, cependant, être partiellement compensé quand le dirigeant fait partie du forum d'échange *ERT*, cet aspect permettant d'approvisionner l'entreprise en informations et connaissances privilégiées. En revanche, la présence de « cumulards » non dirigeants ne s'avère pas préjudiciable à la discipline, mais permet, au contraire, de renforcer, grâce aux contributions cognitives, l'efficacité du conseil de surveillance et de créer davantage de valeur. Toutefois, une présence trop longue des « cumulards » peut contrecarrer ces effets. Au final, les résultats invitent à s'interroger sur les avantages de la nomination d'administrateurs « professionnels ».

Limites et ouvertures

Malgré l'analyse de nombreux aspects expliquant le rôle des liens interconseils contemporains et leurs conséquences pour la création de valeur des plus grandes firmes de part et d'autre du Rhin, un certain nombre de points n'ont pu, pour différentes raisons, être appréhendés dans le cadre de cette recherche. Une grande partie de ces éléments constitue, cependant, des aspects dont l'analyse est également à même de contribuer à une meilleure compréhension du fonctionnement des réseaux d'administrateurs et de leurs effets sur la performance.

Pour ce qui est des échantillons examinés, nous nous étions limité à une étude empirico-comparative des réseaux d'administrateurs existant au niveau des plus grandes entreprises françaises et allemandes. Dans ce contexte, il aurait été également intéressant d'étudier les liens interconseils d'autres grandes économies industrialisées telles que les États-Unis, la Grande-Bretagne, l'Italie, l'Espagne, la Suisse, l'Autriche ou les Pays-Bas. Cela aurait permis de vérifier l'existence de différences entre les systèmes anglo-saxons, d'une part, et les pays de l'Europe continentale, d'autre part. De surcroît, l'analyse des liens transfrontaliers aurait pu être réalisée pour ces pays. Compte tenu de la mondialisation continue, l'hypothèse d'une tendance à l'eupéanisation, voire à l'internationalisation, des réseaux d'administrateurs aurait également pu être testée.

Au regard des contraintes en termes de disponibilité de données, nous avons dû nous limiter à l'analyse de l'incidence des caractéristiques sociostratégiques des « cumulards » (formation, expériences, reconnaissance sociétale...). Or, il aurait été aussi intéressant de comparer ces éléments avec ceux des administrateurs monomandats et de tester l'existence de différences significatives entre ces deux échantillons. Toutefois, il est très difficile, et souvent même impossible, d'obtenir des renseignements fiables sur les administrateurs n'étant pas en permanence sous les feux des projecteurs. Ce problème risque, par ailleurs, de se renforcer sensiblement lorsque les sociétés de taille moyenne seront ajoutées aux échantillons.

Outre le fait que les réseaux d'administrateurs paraissent être un phénomène particulièrement fréquent au niveau des plus grandes entreprises, le problème de disponibilité de données sur les entreprises de taille inférieure explique pourquoi nous nous sommes concentré sur les « *Blue Chips* » des économies françaises et allemandes. Dans la mesure où l'une de nos motivations était de vérifier si l'on peut effectivement parler, comme le supposent différents auteurs depuis quelques années, d'une dissolution des liens personnels, nous avons choisi la période 2001-2005. Cependant, il serait également intéressant de mener une enquête sur un horizon beaucoup plus long (par exemple 30 ans), l'objectif étant d'analyser l'évolution des réseaux sur le long terme et d'identifier, le cas échéant, les facteurs expliquant les restructurations.

Compte tenu de l'analyse parallèle, dans beaucoup de travaux sociologiques, des relations personnelles et financières entre firmes, il serait également envisageable de développer le même type de modèle pour expliquer les conséquences de l'existence de liens de capital sur la performance de l'entreprise. Au final, six sous-modèles pourraient ainsi être testés : le rôle tant des liens interconseils que des participations financières dans une perspective juridico-financière, dans une vision cognitive et, enfin, au vu d'une lecture synthétique de la gouvernance.

Une autre possibilité serait d'inclure, dans notre modèle de recherche, des indicateurs sociométriques représentant la position d'une entreprise (ou, d'un administrateur) dans les réseaux et tenant compte, par-là, des aspects de pouvoir, qui n'ont pas été considérés dans ce travail.

Enfin, d'autres pistes de recherche, de nature davantage macroéconomique, s'ouvrent. Ainsi, il serait également envisageable de mesurer l'influence des liens interconseils sur des indicateurs nationaux tels que le niveau de l'emploi, le taux de croissance du PIB ou le niveau de compétitivité des firmes personnellement liées. Cela permettrait de vérifier si l'interconnexion des entreprises facilite, comme cela était notamment supposé au début du XX^e siècle, la coordination de l'économie et s'avère favorable au bien-être social de toute la Société.

Bibliographie consultée

- ABELSHAUSER, Werner (2004)** : « L'école historique et les problèmes d'aujourd'hui », in : H. Bruhns (Dir.), *Histoire et économie politique en Allemagne de Gustav Schmoller à Max Weber - Nouvelles perspectives sur l'école historique de l'économie*, traduit de l'allemand et de l'anglais par F. Laroche, Éditions de la Maison des Sciences de l'Homme, Paris, pp. 19-38.
- ABRAHAM, Paul P. (1973)** : « Brandeis and Lamont on Finance Capitalism », in : *Business History Review*, vol. 47, n° 1, pp. 72-94.
- ADAMS, Michael (1994)** : « Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der 'Deutschland AG' », in : *Aktiengesellschaft*, vol. 39, n° 4, pp. 148-158.
- ADAMS, Michael (1999)** : « Cross Holdings in Germany », in : *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 155, n° 1, pp. 80-109.
- ADAMS, Renée B. (2003)** : « What do Boards do? Evidence from Board Committee and Director Compensation Data », in : *working paper*.
- ADAMS, Renée B. / FERREIRA, Daniel (2007)** : « A Theory of Friendly Boards », in : *Journal of Finance*, vol. 62, n° 1, pp. 217-250.
- ADLER, Paul S. / KWON, Seok-Woo (2002)** : « Social Capital: Prospects for a New Concept », in : *Academy of Management Review*, vol. 27, n° 1, pp. 17-40.
- AGARDI, Driss / ALCOUFFE, Alain (2007)** : « Les réseaux d'entreprises en France et en Allemagne de 1992 à 2006 », in : *working paper*, LIRHE, pp. 1-20.
- AGRAWAL, Anup / KNOEBER, Charles R. (1996)** : « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders », in : *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 3, pp. 377-397.
- AGRAWAL, Anup / JAFFE, Jeffrey F. / KARPOFF, Jonathan M. (1999)** : « Management Turnover and Governance Changes Following the Revelation of Fraud », in : *Journal of Law and Economics*, vol. 42, n° 1, pp. 309-342.
- AHMED, Kamran / HOSSAIN, Mahmud / ADAMS, Mike B. (2006)** : « The Effects of Board Composition and Board Size of the Informativeness of Annual Accounting Earnings », in : *Corporate Governance*, vol. 14, n° 5, pp. 418-431.
- ALBACH, Horst / KLESS, Heinz-P. (1982)** : « Personelle Verflechtungen bei Industrieaktiengesellschaften », in : *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, vol. 52, n° 10, pp. 959-977.
- ALBERT, Michel (1991)** : *Capitalisme contre capitalisme*, Éditions du Seuil, Paris.
- ALCHIAN, Armen A. (1950)** : « Uncertainty, Evolution, and Economic Theory », in : *Journal of Political Economy*, vol. 58, n° 3, pp. 211-221.
- ALCHIAN, Armen A. / DEMSETZ, Harold (1972)** : « Production, Information Costs, and Economic Organization », in : *American Economic Review*, vol. 62, n° 5, pp. 777-795.
- ALEXANDER, Jeffrey A. / FENNEL, Mary L. / HALPERN, Michael T. (1993)** : « Leadership Instability in Hospitals: The Influence of Board-CEO Relations and Organizational Growth and Decline », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, n° 1, pp. 74-99.
- ALEXANDRE, Hervé / CHARREAUX, Gérard (2004)** : « Efficiency of French Privatizations: A Dynamic Vision », in : *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, n° 3, pp. 467-494.
- ALLEMAND, Isabelle (2008)** : « Contribution à la théorie de la gouvernance: le marché des dirigeants, mécanisme particulier de la gouvernance des entreprises », *Thèse de doctorat*, Sciences de Gestion, Université de Bourgogne.
- ALLEN, Michael P. (1974)** : « The Structure of Interorganizational Elite Cooptation: Interlocking Corporate Directorates », in : *American Sociological Review*, vol. 39, n° 3, pp. 393-406.
- ALLGOOD, Sam / FARRELL, Kathleen A. (2000)** : « The Effect of CEO Tenure on the Relation between Firm Performance and Turnover », in : *Journal of Financial Research*, vol. 23, n° 3, pp. 373-390.

- ALMEIDA, Heitor V. / WOLFENZON, Daniel (2006)** : « A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups », in : *Journal of Finance*, vol. 61, n° 6, pp. 2637-2680.
- AMASON, Allen C. (1996)** : « Distinguishing the Effects of Functional and Dysfunctional Conflict on Strategic Decision Making: Resolving a Paradox for Top Management Teams », in : *Academy of Management Journal*, vol. 39, n° 1, pp. 123-148.
- AMASON, Allen C. / SAPIENZA, Harry J. (1997)** : « The Effects of Top Management Team Size and Interaction Norms on Cognitive and Affective Conflict », in : *Journal of Management*, vol. 23, n° 4, pp. 495-516.
- ANDERSON, Charles A. / ANTHONY, Robert N. (1986)** : *The New Corporate Directors*, John Wiley & Sons, New York.
- AOKI, Masahiko (2001)** : *Toward a Comparative Institutional Analysis*, Massachusetts Institute of Technology Press, Cambridge.
- ARTHUR, W. Brian (1994)** : *Increasing Returns and Path Dependence in the Economy*, University of Michigan Press.
- AU, Kevin Y. / PENG, Mike W. / WANG, Denis Y. (2000)** : « Interlocking Directorates, Firm Strategies, and Performance in Hong Kong: Towards a Research Agenda », in : *Asia Pacific Journal of Management*, vol. 17, n° 1, pp. 29-47.
- AUDRETSCH, David B. / KLOMP, Luuk / SANTARELLI, Enrico / THURIK, Roy A. (2004)** : « Gibrat's Law: Are the Services Different? », in : *Review of Industrial Organization*, vol. 24, n° 3, pp. 301-324.
- BACKER, John C. (1945)** : *Directors and Their Functions: A Preliminary Study*, Harvard University Press, Boston.
- BAKER, Wayne E. (1990)** : « Market Networks and Corporate Behavior », in : *American Journal of Sociology*, vol. 96, n° 3, pp. 589-625.
- BALIGA, Ram B. / MOYER, Charles R. / RAO, Ramesh S. (1996)** : « CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss? », in : *Strategic Management Journal*, vol. 17, n° 1, pp. 41-53.
- BALSMEIER, Benjamin / PETERS, Heiko (2009)** : « Personelle Unternehmensverflechtung und Vorstandsgehälter », in : *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, vol. 79, n° 9, pp. 967-984.
- BALTAGI, Badi H. (2008)** : *Econometric Analysis of Panel Data*, 4^e édition, John Wiley & Sons, Chichester.
- BANCEL, Franck (1996)** : « Les stratégies de banque-industrie », in : *Revue d'Économie Industrielle*, n° 77, pp. 29-52.
- BANQUE DE FRANCE (2004)** : Bulletin n° 124, avril, pp. 33-47, téléchargé le 02.09.2007 du site Internet : http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu124_1.pdf
- BANQUE DE FRANCE (2005)** : Bulletin n° 134, avril, pp. 109-112, téléchargé le 02.09.2007 du site Internet : http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu134_4.pdf
- BANQUE DE FRANCE (2007)** : Bulletin n° 161, avril, pp. 55-60, téléchargé le 02.09.2007 du site Internet : http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu161_5.pdf
- BANTEL, Karen A. / JACKSON, Susan E. (1989)** : « Top Management and Innovations in Banking: Does the Composition of the Top Team Make a Difference? », in : *Strategic Management Journal*, vol. 10, pp. 107-124.
- BANZ, Rolf W. (1981)** : « The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 9, n° 1, pp. 3-18.
- BARCLAY, Michael J. / HOLDERNESS, Clifford G. (1989)** : « Private Benefits from Control of Public Corporations », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n° 2, pp. 371-395.
- BARKER III, Vincent L. / MUELLER, George C. (2002)** : « CEO Characteristics and Firm R&D Spending », in : *Management Science*, vol. 46, n° 6, pp. 782-801.

- BARNEA, Amir / GUEDJ, Ilan (2009)** : « Director Networks », *working paper*, SSRN.
- BARNHART, Scott W. / ROSENSTEIN, Stuart N. (1998)** : « Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis », in : *Financial Review*, vol. 33, n° 4, pp. 1-16.
- BASU, Sanjoy (1983)** : « The Relationship between Earnings' Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 12, n° 1, pp. 129-156.
- BAUDRU, Daniel / KECHIDI, Med (1998)** : « Les investisseurs institutionnels étrangers : vers la fin du capitalisme à la française ? », in : *Revue d'Économie Financière*, n° 48, pp. 93-105.
- BAUER, Michel / BERTIN-MOUROT, Bénédicte (1987)** : *Les 200 - Comment devient-on un grand patron ?*, Éditions du Seuil, Paris.
- BAUER, Michel / BERTIN-MOUROT (1997)** : *Radiographie des grands patrons français - Les conditions d'accès au pouvoir*, Éditions l'Harmattan, Paris.
- BAUMOL, William J. (1959)** : *Business Behaviour, Value and Growth*, Macmillan, New York.
- BAUMS, Theodor / FRAUNE, Christian (1995)** : « Institutionelle Anleger und Publikumsge-sellschaft: Eine empirische Untersuchung », in : *Aktiengesellschaft*, vol. 40, n° 3, pp. 97-112.
- BAYSINGER, Barry D. / BUTLER, Henry N. (1985)** : « Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition », in : *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 1, n° 1, pp. 101-124.
- BAYSINGER, Barry D. / HOSKISSON, Robert E. (1990)** : « The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy », in : *Academy of Management Review*, vol. 15, n° 1, pp. 72-87.
- BEARDEN, James / MINTZ, Beth (1987)** : « The Structure of Class Cohesion: The Corporate Network and its Dual », in : M. Mizruchi / M. Schwartz (Éds.), *Intercorporate Relations*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 187-207.
- BECKER, Marshall H. (1970)** : « Factors Affecting Diffusion of Innovations among Health Professionals », in : *American Journal of Public Health*, vol. 60, n° 2, pp. 294-304.
- BERGSTRÖM, Clas / RYDQVIST, Kristian (1990)** : « Ownership of Equity in Dual-Class Firms », in : *Journal of Banking and Finance*, vol. 14, pp. 255-269.
- BELIN-MUNIER, Christine (1995)** : « La performance des holdings », *Thèse de doctorat*, Université de Bourgogne, Faculté de Sciences Économique et de Gestion, FARGO.
- BELLON, Bertrand (1980)** : *Le Pouvoir Financier et l'Industrie en France*, Éditions du Seuil, Paris.
- BERG, Sanford V. / SMITH, Stanley K. (1978)** : « CEO and Board Chairman: A Quantitative Study of Dual vs. Unitary Board Leadership », in : *Directors and Boards*, vol. 3, pp. 34-39.
- BERLE, Adolf. A. / MEANS, Gardiner C. (1932)** : *The Modern Corporation & Private Prop-erty*, avec une nouvelle introduction de M. L. Weidenbaum / M. Jensen (2002), Transaction Publishers, New Brunswick & Londres.
- BERTRAND, Marianne / SCHOAR, Antoinette (2003)** : « Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies », in : *Quarterly Journal of Economics*, vol. 68, n° 4, pp. 1169-1208.
- BERTRAND, Marianne / KRAMARZ, Francis / SCHOAR, Antoinette / THESMAR, Da-vid (2007)** : « Politicians, Firms, and the Political Business Cycle: Evidence from France », in : *working paper*.
- BEYER, Jürgen (1996)** : « Governance Structures - Unternehmensverflechtungen und Unter-nehmenserfolg in Deutschland », in : *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, vol. 3, n° additionnel, pp. 79-101.
- BEYER, Jürgen (2003)** : « Deutschland AG a.D. : Deutsche Bank, Allianz und das Verflech-tungszentrum des deutschen Kapitalismus », in : W. Streeck / M. Höpner (Éds.), *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, Campus Verlag, Francfort sur le Main & New York, pp. 118-146.

- BHAGAT, Sanjai / BLACK, Bernard (1999)** : « The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance », in : *Business Lawyer*, vol. 54, n° 3, pp. 921-963.
- BHAGAT, Sanjai / BLACK, Bernard (2000)** : « Board Independence and Long-Term Firm Performance », in : *working paper*.
- BIRNBAUM, Pierre (1977)** : *Les sommets de l'État - Essai sur l'élite du pouvoir en France*, Éditions du Seuil, Paris.
- BIRNBAUM, Pierre / BARUCQ, Charles / BELLAICHE, Michel / MARIE, Alain (1978)** : *La classe dirigeante française - dissociation, interpénétration, intégration*, Presses Universitaires de France, Paris.
- BOONE, Audra L. / FIELD, Laura / KARPOFF, Jonathan M. / RAHEJA, Charu G. (2007)** : « The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 85, n° 1, pp. 66-101.
- BOOTH, James R. / DELI, Daniel N. (1996)** : « Factors Affecting the Number of Outside Directorships Held by CEOs », *Journal of Financial Economics*, vol. 40, n° 1, pp. 81-104.
- BOROKHOVICH, Kenneth A. / PARRINO, Robert P. / TRAPANI, Teresa (1996)** : « Outside Directors and CEO Selection », in : *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 3, pp. 337-355.
- BOUBAKER, Sabri (2003)** : « Ownership-Control Discrepancy and Firm Value: Evidence from France », in : *working paper*, Institut de Recherche en Gestion et École Supérieure des Affaires, Paris XII.
- BOURDIEU, Pierre (1989)** : *La Noblesse d'État - Grandes Écoles et Esprit des Corps*, Les Éditions de Minuit, Paris.
- BOUVIER, Jean (1973)** : *Un siècle de banque française, les contraintes de l'État, et les incertitudes des marchés*, Hachette littérature, Paris.
- BOWLES, Samuel / GINTIS, Herbert (1975)** : « The Problem with Human Capital Theory », in : *American Economic Review*, vol. 65, n° 2, pp. 74-82.
- BOWLES, Samuel / GINTIS, Herbert (1993)** : « The Revenge of Homo Economicus: Contested Exchange and the Revival of Political Economy », in : *Journal of Economic Perspectives*, vol. 7, n° 1, pp. 83-102.
- BOYD, Brian K. (1995)** : « CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model », in : *Strategic Management Journal*, vol. 16, n° 4, pp. 301-312.
- BOYER, Robert (1996)** : « Le capitalisme étatique à la française à la croisée des chemins », in : C. Crouch / W. Streeck (Coord.), *Les capitalismes en Europe*, Éditions la Découverte, Paris, pp. 97-137.
- BRANDEIS, Louis D. (1986 [1932])** : *Other People's Money and How the Bankers Use It*, New York, Fair Field.
- BRESSER, Rudi K. / THIELE, Reynaldo V. (2008)** : « Ehemalige Vorstandsvorsitzende als Aufsichtsratschefs: Evidenz zu ihrer Effektivität im Falle des erzwungenen Führungswechsels », in : *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, vol. 78, n° 2, pp. 175-203.
- BRENNAN, Michael J. (1995)** : « Corporate Finance over the Past 25 Years », in : *Financial Management*, vol. 24, n° 2, pp. 9-22.
- BREUSCH, Trevor S. / PAGAN, Adrian R. (1979)** : « A Simple Test for Heteroskedasticity and Random Coefficient Variation », in : *Econometrica*, vol. 47, pp. 1287-1294.
- BRICK, Ivan E. / PALMON, Oded / WALD, John K. (2006)** : « CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence from Cronyism? », in : *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, n° 3, pp. 403-423.
- BRICKLEY, James A. / JAMES, Christopher M. (1987)** : « The Takeover Market, Corporate Board Composition, and Ownership Structure: The Case of Banking », in : *Journal of Law and Economics*, vol. 10, n° 1, pp. 161-180.

- BRICKLEY, James A. / COLES, Jeffrey L. / TERRY, Rory L. (1994)** : « Outside Directors and the Adoption of Poison Pills », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 35, n° 3, pp. 371-390.
- BRICKLEY, James A. / COLES, Jeffrey L. / JARRELL, Gregg (1997)** : « Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board », in : *Journal of Corporate Finance*, vol. 3, n° 3, pp. 189-220.
- BRICKLEY, James A. / LINCK, James S. / COLES, Jeffrey L. / (1999)** : « What Happens to CEOs after they Retire? New Evidence on Career Concerns, Horizon Problems, and CEO Incentives », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 52, n° 3, pp. 341-377.
- BROWN, Philip / KEIM, Donald B. / KLEIDON, Allan W. / MARSH, Terry A. (1983)** : « Stock Return Seasonalities and the Tax-Loss Selling Hypothesis: Analysis of the Arguments and Australian Evidence », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 12, n° 1, pp. 105-127.
- BROWN, William O. Jr. / MALONEY, Michael T. (1999)** : « Exit, Voice, and the Role of Corporate Directors: Evidence from Acquisition Performance », in : *working paper*.
- BRUNDIN, Ethel / NORDQVIST, Mattias (2008)** : « Beyond Facts and Figures: The Role of Emotions in Boardroom Dynamics », in : *Corporate Governance*, vol. 16, n° 4, pp. 326-341.
- BURRIS, Val (1991)** : « Director Interlocks and the Political Behavior of Corporations and Corporate Elites », in : *Social Science Quarterly*, vol. 72, n° 3, pp. 537-551.
- BURT, Ronald S. (1980)** : « Cooptive Corporate Actor Networks: A Reconsideration of Interlocking Directorates Involving American Manufacturing », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 25, n° 4, pp. 557-582.
- BURT, Ronald S. (1983)** : *Corporate Profits and Cooptation - Networks of Market Constraints and Directorate Ties in the American Economy*, Academic Press, New York.
- BURT, Ronald S. (1992)** : « The Social Structure of Competition », in: N. Nohria / R. Eccles (Éds.), *Networks and Organizations: Structure, Form and Action*, Harvard Business School Press, Boston, pp. 57-91.
- BUSINESSWEEK (1996)** : « The Best & Worst Boards », édition du 25 novembre.
- BUTLER, Richard J. (1981)** : « Innovations in Organizations: Appropriateness of Perspectives from Small Group Studies for Strategy Formulation », in : *Human Relations*, vol. 34, n° 9, pp. 763-788.
- BYRD, John W. / HICKMAN, Kent A. (1992)** : « Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 32, n° 2, pp. 195-221.
- CAPPELLI, Peter / HAMORI, Monika (2005)** : « The New Road of the Top », in : *Harvard Business Review*, vol. 83, n° 1, pp. 25-32.
- CARLSSON, Gosta / KARLSSON, Katarina (1970)** : « Age, Cohorts, and the Generation of Generations », in : *American Sociological Review*, vol. 35, n° 4, pp. 710-718.
- CARPENTER, Mason A. / WESTPHAL, James D. (2001)** : « The Strategic Context of External Network Ties: Examining the Impact of Director Appointments on Board Involvement in Strategic Decision Making », in : *Academy of Management Journal*, vol. 44, n° 4, pp. 639-660.
- CASTANIAS, Richard P. / HELFAT, Constance E. (1991)** : « Managerial Resources and Rents », in : *Journal of Management*, vol. 17, n° 1, pp. 155-171.
- CERNY, Philip G. (1996)** : « Finance internationale et érosion du capitalisme diversifié », in : C. Crouch / W. Streeck (Coord.), *Les capitalismes en Europe*, Éditions la Découverte, Paris, pp. 235-246.
- CHABI, Sylvie / MAATI, Jérôme (2005)** : « Les réseaux du CAC 40 », in : *Revue du Financier*, n° 153, pp. 45-62.
- CHAGANTI, Rajeswararao S. / MAHAJAN, Vijay / SHARMA, Subhash (1985)** : « Corporate Board Size, Composition and Corporate Failures in Retailing Industry », in : *Journal of Management Studies*, vol. 22, n° 4, pp. 400-417.

- CHAHINE, Salim / TOHMÉ, Nicholas S. (2009)** : « Is CEO Duality always Negative? An Exploration of CEO Duality and Ownership Structure in the Arab IPO Context », in : *Corporate Governance*, vol. 17, n° 2, pp. 123-141.
- CHAMBERLAIN, Edward H. (1933)** : *The Theory of Monopolistic Competition*, Cambridge, Harvard University Press.
- CHANDLER, Alfred D. (1977)** : *The Visible Hand - The Managerial Revolution in American Business*, Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge.
- CHANDLER, Alfred D. (1990)** : *The Dynamics of Industrial Capitalism*, Harvard University Press, Cambridge et Londres.
- CHANDON, Jean-Louis (1989)** : « Liens humains et liens financiers parmi les 500 premières sociétés exerçant leur activité en France », in : *Revue d'Économie Industrielle*, n° 47, pp. 53-65.
- CHARKHAM, Jonathan P. (1994)** : *Keeping Good Company - A Study of Corporate Governance in Five Countries*, Clarendon Press, Oxford.
- CHARREAUX, Gérard (1987)** : « La mise en cause du référentiel financier : évolution ou révolution ? », in : *Revue du Financier*, vol. 58, décembre.
- CHARREAUX, Gérard (1991)** : « Structure de propriété, relation d'agence, et performance financière », in : *Revue Économique*, vol. 42, n° 3, pp. 521-552.
- CHARREAUX, Gérard (1997)** : « Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise », in : G. Charreaux (Éd.), *Le Gouvernement des Entreprises, Corporate Governance Théories et Faits*, Economica, Paris, chapitre 5, pp. 141-164.
- CHARREAUX, Gérard (1998)** : « Le point sur... la mesure de performance de l'entreprise », in : *Revue Banque & Marchés*, mai-juin, n° 34, pp. 46-51.
- CHARREAUX, Gérard (1999)** : « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures... », in : G. Koenig (Coord.), *De Nouvelles Théories pour Gérer l'Entreprise du XXI^e siècle*, Economica, Paris, chapitre 2, pp. 61-141.
- CHARREAUX, Gérard (2000)** : « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », in : *Revue du Financier*, vol. 127, pp. 6-17.
- CHARREAUX, Gérard (2002a)** : « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », in : *Revue française de gestion*, n° 141, pp. 77-107.
- CHARREAUX, Gérard (2002b)** : « Variation sur le thème 'À la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise' », in : *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5, n° 3, pp. 5-68.
- CHARREAUX, Gérard (2003)** : « Le point sur... les réseaux d'administrateurs et de dirigeants », in : *Revue Banque & Marchés*, septembre-octobre, n° 66, pp. 59-63.
- CHARREAUX, Gérard (2006)** : « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », in : G. Charreaux / P. Wirtz (Éds.), *Gouvernance des Entreprises - Nouvelles perspectives*, Economica, pp. 297-356.
- CHARREAUX, Gérard (2008)** : « Michael Jensen : la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la gouvernance des organisations », in : J.-M. Glachant et al. (Coord.), *Les grands auteurs en économie des organisations*, Éditions EMS, pp. 227-259.
- CHARREAUX, Gérard / PITOL-BELIN, Jean-Pierre (1985)** : « La théorie contractuelle des organisations : une application au conseil d'administration », in : *Économies et Sociétés*, vol. 19, n° 6, pp. 149-181.
- CHARREAUX, Gérard / PITOL-BELIN, Jean-Pierre (1987)** : « Enquête nationale sur le conseil d'administration des entreprises françaises », in : *Étude Peat-Marwick*.
- CHARREAUX, Gérard / PITOL-BELIN, Jean-Pierre (1990)** : *Le conseil d'administration*, Vuibert, Paris.

- CHARREAUX, Gérard / PITOL-BELIN, Jean-Pierre (1997)** : « La théorie contractuelle des organisations : une application au conseil d'administration », in : G. Charreaux (Éd.), *Le Gouvernement des Entreprises, Corporate Governance Théories et Faits*, Economica, Paris, chapitre 6, pp. 165-192.
- CHARVÉRIAT, Anne / COURET, Alain (2005)** : « *Droit des Affaires - Sociétés Commerciales 2006* », Mémento Pratique Francis Lefebvre, Éditions Francis Lefebvre, Levallois.
- CHATTERJEE, Samprit / PRICE, Bertram (1991)** : *Regression Analysis by Example*, 2^e édition, John Wiley & Son, New York.
- CHILD, John (1974)** : « Managerial and Organizational Factors Associated with Company Performance - Part 1 », in : *Journal of Management Studies*, vol. 11, n° 3, pp. 175-189.
- CICOUREL, Aaron V. (1979 [1973])** : *Cognitive Sociology*, Penguin Books, Harmondsworth, traduit de l'anglais par J. et M. Olson.
- CLAESSENS, Stijn / DJANKOV, Simeon / FAN, Joseph P. / LANG, Larry H. P. (1999)** : « Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia », in : *working paper*, Worldbank, n° 2088.
- CLAESSENS, Stijn / DJANKOV, Simeon / LANG, Larry H. P. (2000)** : « The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1+2, pp. 81-112.
- COASE, Ronald H. (1937)** : « The Nature of the Firm », in : *Economica*, new series, vol. 4, n° 16, pp. 386-405.
- COHEN, Susan G. / BAILEY, Diane E. (1997)** : « What Makes Teams Work: Group Effectiveness Research from the Shop Floor to the Executive Suite », in : *Journal of Management*, vol. 23, n° 3, pp. 239-290.
- COLEMAN, James S. (1988)** : « Social Capital in the Creation of Human Capital », in : *American Journal of Sociology*, vol. 94, n° supplémentaire, pp. S95-S120.
- COLEMAN, James S. (1990)** : *Foundations of Social Theory*, Harvard University Press, Cambridge.
- COLES, Jeffrey L. / HOI, Chun-Keung (2003)** : « New Evidence on the Market for Directors: Board Membership and Pennsylvania Senate Bill 1310 », in : *Journal of Finance*, vol. 58, n° 1, pp. 197-230.
- COLES, Jeffrey L. / DANIEL, Naveen D. / NAVEEN, Lalitha (2008)** : « Boards: Does one Size Fit all? », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 87, n° 2, pp. 329-356.
- CONGER, Jay A. / FINEGOLD, David / LAWLER, Edward E. III (1998)** : « Appraising Boardroom Performance », in : *Harvard Business Review*, vol. 76, n° 1, pp. 136-148.
- CONGER, Jay A. / FINEGOLD, David L. / LAWLER, Edward E. III (2001)** : *Corporate Boards: New Strategies for Adding Value at the Top*, Jossey-Bass, San Francisco.
- CONYON, Martin J. / FLOROU, Annita (2002)** : « Top Executive Dismissal, Ownership and Corporate Performance », in : *Accounting and Business Research*, vol. 32, n° 4, pp. 209-225.
- CONYON, Martin J. / GREGG, Paul / MACHIN, Stephen (1995)** : « Taking Care of Business: Executive Compensation in the United Kingdom », in : *Economic Journal*, vol. 105, n° 430, pp. 704-714.
- CONYON, Martin J. / MULDOON, Mark R. (2006)** : « The Small World of Corporate Boards », in : *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 33, n° 9/10, pp. 1321-1343.
- CONYON, Martin J. / PECK, Simon I. (1998)** : « Board Size and Corporate Performance: Evidence from European Countries », in : *European Journal of Finance*, vol. 4, pp. 291-304.
- CONYON, Martin J. / READ, Laura E. (2006)** : « A Model of the Supply of Executives for Outside Directorships », in : *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, pp. 645-659.
- COPELAND, Melvin T. / TOWL, Andrew R. (1948)** : *The Board of Directors and Business Management*, Harvard University Press, Boston.

- CORE, John E. / HOLTHAUSEN, Robert W. / LARCKER, David F. (1999)** : « Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance », in : *Journal of Financial Economics*, n° 51, n° 3, pp. 371-406.
- CORIAT, Benjamin / WEINSTEIN, Olivier (1995)** : *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Librairie Générale Française.
- COTTER, James F. / SHIVDASANI, Anil / ZENNER, Marc (1997)** : « Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offers? », in : *Journal of Financial Economics*, n° 43, n° 2, pp. 195-218.
- COUCH, Jim F. / SHUGHART II, William F. (1998)** : *The Political Economy of the New Deal*, Locke Institute, Edward Elgar Publishing, Northampton.
- COWEN, Scott S. / OSBORNE, Richard L. (1993)** : « Board of Directors as Strategy », in : *Journal of General Management*, vol. 19, n° 2, pp. 1-13.
- COWLING, Marc (2008)** : « Small Firm CEOs and Outside Directorships: Tenure, Demonstration and Synergy Effects », in : *Manchester School*, vol. 76, n° 2, pp. 160-179.
- CUBBIN, John / LEECH, Dennis (1986)** : « Growth versus Profit-Maximization: A Simultaneous-Equations Approach to Testing the Marris Model », in : *Managerial and Decision Economics*, vol. 7, n° 2, pp. 123-131.
- CYERT, Richard M. / MARCH, James G. (1963)** : *A Behavioral Theory of the Firm*, Blackwell, Oxford.
- DAHYA, Jay / DIMITROV, Orlin / McCONNELL, John J. (2008)** : « Dominant Shareholders, Corporate Boards, and Corporate Value: A Cross-Country Analysis », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 87, n° 1, pp. 73-100.
- DAHYA, Jay / McCONNELL, John J. (2005)** : « Outside Directors and Corporate Board Decisions », in : *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, pp. 37-60.
- DAHYA, Jay / TRAVLOS, Nickolaos G. (2000)** : « Does the One Man Show Pay? Theory and Evidence on the Dual CEO Revisited », in : *European Financial Management*, vol. 6, n° 1, pp. 85-98.
- DAILY, Catherine M. / DALTON, Dan R. (1997)** : « Separate, but not Independent: Board Leadership Structure in Large Corporations », in : *Corporate Governance*, vol. 5, n° 3, pp. 126-136.
- DAILY, Catherine M. / JOHNSON, Jonathan L. / DALTON, Dan R. (1999)** : « On the Measurements of Board Composition: Poor Consistency and a Serious Mismatch of Theory and Operationalization », in : *Decision Science*, vol. 30, n° 1, pp. 83-106.
- DALTON, Dan R. / DAILY, Catherine M. / ELLSTRAND, Alan E. / JOHNSON, Jonathan L. (1998)** : « Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance », in : *Strategic Management Journal*, vol. 19, n° 3, pp. 269-290.
- DALTON, Dan R. / DAILY, Catherine M. / JOHNSON, Jonathan L. / ELLSTRAND, Alan E. (1999)** : « Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis », in : *Academy of Management Journal*, vol. 42, n° 6, pp. 674-686.
- DALTON, Catherine M. / DALTON, Dan R. (2005)** : « Boards of Directors: Utilizing Empirical Evidence in Developing Practical Prescriptions », in : *British Journal of Management*, vol. 16, n° supplémentaire, pp. S91-S97.
- DATTA, Deepak K. / RAJAGOPALAN, Nandini (1998)** : « Industry Structure and CEO Characteristics: An Empirical Study of Succession Events », in : *Strategic Management Journal*, vol. 19, n° 9, pp. 833-852.
- DAVID, Paul A. (1985)** : « Clio and the Economics of QWERTY », in : *American Economic Review*, vol. 75, n° 2, pp. 332-337.
- DAVIES, Adrian (1999)** : *A Strategic Approach to Corporate Governance*, Gower, Londres.

- DAVIS, Gerald F. (1991)** : « Agents without Principles? The Spread of the Poison Pill through the Intercompany Network », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 36, pp. 583-613.
- DAVIS, Gerald F. / GREVE, Henrich R. (1997)** : « Corporate Elite Networks and Governance Changes in the 1980s », in : *American Journal of Sociology*, vol. 103, n° 1, pp. 1-37.
- DAVIS, Gerald F. / YOO, Mina / BAKER, Wayne E. (2003)** : « The Small World of the American Corporate Elite, 1982-2001 », in : *Strategic Organization*, vol. 1, n° 3, pp. 301-326.
- DECHOW, Patricia M. / SLOAN, Richard G. (1991)** : « Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation », in : *Journal of Accounting and Economics*, vol. 14, n° 1, pp. 51-89.
- DEEG, Richard (1999)** : *Finance Capitalism Unveiled: Banks and The German Political Economy*, University of Michigan Press.
- DEL GUERCIO, Diane / DANN, Larry Y. / PARTCH, Megan M. (2003)** : « Governance and Boards of Directors in Closed-End Investment Companies », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 69, n° 1, pp. 111-152.
- DEMSETZ, Harold (1969)** : « Information and Efficiency: Another Viewpoint », in : *Journal of Law and Economics*, vol. 11, pp. 1-22.
- DEMSETZ, Harold (1983)** : « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », in : *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, pp. 375-390.
- DEMSETZ, Harold (1988)** : « The Theory of the Firm Revisited », in : *Journal of Law, Economics, and Organization*, vol. 4, n° 1, pp. 141-161.
- DEMSETZ, Harold / LEHN, Kenneth (1985)** : « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », in : *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6, pp. 1155-1177.
- DENIS, David J. / SERRANO, Jan M. (1996)** : « Active Investors and Management Turnover Following Unsuccessful Control Contests », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 40, n° 2, pp. 239-266.
- DER SPIEGEL (2006)** : « Auf welchem Stern leben wir? », édition du 25 septembre 2006, n° 39.
- DEWATRIPONT, Mathias / TIROLE, Jean (1994)** : « A Theory of Debt and Equity : Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence », in : *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, n° 4, pp. 1027-1054.
- DIE ZEIT (2005)** : « Die Wirtschaftspatrioten », édition du 15 septembre 2005, n° 38.
- DIE ZEIT (2005)** : « Wiedekings Abschleppdienst », édition du 29 septembre 2005, n° 40.
- DiMAGGIO, Paul J. / POWELL, Walter W. (1983)** : « The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields », in : *American Sociological Review*, vol. 48, n° 2, pp. 147-160.
- DOBB, Maurice (1970 [1946])** : *Studies in the Development of Capitalism*, Routledge et Kegan Paul, Londres, traduit de l'anglais par F. Becker.
- DOBSON, Stephen M. / GERRARD, Bill J. (1989)** : « Growth and Profitability in the Leeds Engineering Sector », in : *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 36, n° 4, pp. 334-352.
- DOMHOFF, William G. (1970)** : *The Higher Circles: The Governing Class in America*, Random House, New York.
- DOMHOFF, William G. (1979)** : *The Powers That Be*, Vintage Books, New York.
- DONALDSON, Lex / DAVIS, James H. (1991)** : « Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns », in : *Australian Journal of Management*, vol. 16, n° 1, pp. 49-65.
- DOOLEY, Peter C. (1969)** : « The Interlocking Directorate », in : *American Economic Review*, vol. 59, n° 3, pp. 314-323.
- DOWEN, Richard J. (1995)** : « Board of Director Quality and Firm Performance », in : *International Journal of the Economics of Business*, vol. 2, n° 1, pp. 123-132.

- DRUCKER, Peter F. (1957 [1954])** : *La Pratique de la Direction des Entreprises*, traduit de l'Américain par le Bureau des Temps Élémentaires, Les Éditions d'organisation, Paris.
- DSW (2006)** : « Aufsichtsratsstudie », téléchargé le 21.06.2007 du site Internet : <http://www.dsw-info.de/DSW-Aufsichtsratsstudie.805.0.html>.
- DUPUY, Claude / MORIN, François (1991)** : « Le cœur financier allemand », in : *Revue d'Économie Financière*, n° 17, été, pp. 83-106.
- DYSON, Kenneth (1986)** : « The State, Banks and Industry : The West German Case », in : A. Cox (Éd.), *State, Finance and Industry : A Comparative Analysis of Post-War Trends in Six Advanced Industrial Economies*, Wheatsheaf Books, Brighton, pp. 118-141.
- EASTERBROOK, Frank H. / FISCHER, Daniel R. (1983)** : « Voting in Corporate Law », in : *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, pp. 395-427.
- EDLIN, Aaron S. / STIGLITZ, Joseph E. (1995)** : « Discouraging Rivals: Managerial Rent-Seeking and Economic Efficiencies », in : *American Economic Review*, vol. 85, n° 5, pp. 1301-1312.
- EGLAU, Hans O. (1989)** : *Wie Gott in Frankfurt - Die Deutsche Bank und die deutsche Industrie*, ECON Verlag, Düsseldorf.
- EISENBERG, Melvin A. (1976)** : *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, Little, Brown & Co., Boston.
- EISENBERG, Theodore / SUNDGREN, Stefan / WELLS, Martin T. (1998)** : « Larger board size and decreasing firm value in small firms », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 48, pp. 35-54.
- ENTORF, Horst / GATTUNG, Florian / MÖBERT, Jochen / PAHLKE, Immanuel (2009)** : « Aufsichtsratsverflechtungen und ihr Einfluss auf die Vorstandsbezüge von DAX-Unternehmen », in : *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, vol. 79, n° 10, pp. 1113-1141.
- ELOUAER MRIZAK, Sana (2009)** : « Interlocking Directorates and Firm Performance : Evidence from French Companies », in : *working paper*, SSRN.
- ELLIOTT, James R. (2000)** : « Class, Race, and Job Matching in Contemporary Urban Labor Markets », in : *Social Science Quarterly*, vol. 81, n° 4, pp. 1036-1052.
- ELSAIED, Khaled (2007)** : « Does CEO Duality Really Affect Corporate Performance? », in : *Corporate Governance*, vol. 15, n° 6, pp. 1203-1214.
- EVARD, Yves / PRAS, Bernard / ROUX, Elyette (2003)** : *Market : Études et Recherches en Marketing*, 3^{ème} édition, Dunod, Paris.
- FACCIO, Mara / LANG, Larry H. P. / YOUNG, Leslie (2001)** : « Dividends and Expropriation », in : *American Economic Review*, vol. 91, n° 1, pp. 54-75.
- FACCIO, Mara / LANG, Larry H. P. (2002)** : « The Ultimate Ownership of Western European Corporations », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 65, pp. 365-395.
- FAIRCHILD, Lisa / LI, Joanne (2005)** : « Director Quality and Firm Performance », in : *Financial Review*, vol. 40, pp. 257-279.
- FAMA, Eugene F. (1980)** : « Agency Problems and the Theory of the Firm », in : *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, pp. 288-307.
- FAMA, Eugene F. / FRENCH, Kenneth R. (1992)** : « The Cross-Section of Expected Stock Returns », in : *Journal of Finance*, vol. 47, n° 2, pp. 427-465.
- FAMA, Eugene F. / FRENCH, Kenneth R. (1996)** : « Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies », in : *Journal of Finance*, vol. 51, n° 1, pp. 55-84.
- FAMA, Eugene F. / FRENCH, Kenneth R. (1999)** : « The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment », in : *Journal of Finance*, vol. 54, n° 6, pp. 1939-1967.
- FAMA, Eugene F. / JENSEN, Michael C. (1983a)** : « Separation of Ownership and Control », in : *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, pp. 301-326.

- FAMA, Eugene F. / JENSEN, Michael C. (1983b)** : « Agency Problems and Residual Claims », in : *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, pp. 327-350.
- FAN, Joseph P. / WONG, Tak J. / ZHANG, Tianyu (2007)** : « Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 84, n° 2, pp. 330-357.
- FAULKNER, David (1995)** : *International Strategic Alliances: Co-operating to Compete*, McGraw Hill, Londres.
- FAUVER, Larry / FUERST, Michael E. (2006)** : « Does Good Corporate Governance Include Employee Representation? Evidence from German Corporate Boards », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 82, n° 3, pp. 673-710.
- FENNEMA, Meindert / SCHIJF, Huibert (1978)** : « Analysing Interlocking Directorates: Theory and Methods », in : *Social Networks*, vol. 1, 1978/79, pp. 297-332.
- FERNÁNDEZ, Pablo / VILLANUEVA, Alvaro (2005)** : « EuroStoxx 50: 1997-2004. Shareholder Value Creation in Europe », in : *working paper*, IESE Business School.
- FERRIS, Stephen P. / JAGANNATHAN, Murali / PRITCHARD, Adam C. (2003)** : « Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments », in : *Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, pp. 1087-1111.
- FICH, Elizier M. (2005)** : « Are Some Outside Directors Better than Others? Evidence from Director Appointments by Fortune 1000 Firms », in : *Journal of Business*, vol. 78, n° 5, pp. 1943-1971.
- FICH, Elizier M. / WHITE, Lawrence J. (2003)** : « CEO Compensation and Turnover: The Effects of Mutually Interlocked Boards », in : *Wake Forest Law Review*, vol. 38, pp. 935-959.
- FICH, Eliezer M. / WHITE, Lawrence J. (2005)** : « Why Do CEOs Reciprocally Sit on Each other's Boards? », in : *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, pp. 175-195.
- FICH, Eliezer M. / SHIVDASANI, Anil (2006)** : « Are Busy Boards Effective Monitors? », in : *Journal of Finance*, vol. 61, n° 2, pp. 689-724.
- FICH, Eliezer M. / SHIVDASANI, Anil (2007)** : « Financial Fraud, Director Reputation, and Shareholder Wealth », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 86, n° 2, pp. 306-336.
- FINKELSTEIN, Sydney / D'AVENI, Richard A. (1994)** : « CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command », in : *Academy of Management Journal*, vol. 37, n° 5, pp. 1079-1108.
- FINKELSTEIN, Sydney / HAMBRICK, Donald C. (1996)** : *Strategic Leadership: Top Executives and their Effects on Organizations*, West Publishing, Minneapolis.
- FITCH, Robert / OPPENHEIMER, Mary (1970)** : « Who Rules the Corporations? », in : *Socialist Revolution*, vol. 1, n° 4, pp. 73-108, n° 5, pp. 61-114 et n° 6, pp. 33-94.
- FIZEL, John L. / LOUIE, Kenneth K. (1990)** : « CEO Retention, Firm Performance and Corporate Governance », in : *Managerial and Decision Economics*, vol. 11, n° 3, pp. 167-176.
- FOCUS MONEY (2001)** : « Raus aus dem Club », n°2.
- FOHLIN, Caroline (1998)** : « Relationship Banking, Liquidity, and Investment in the German Industrialization », in : *Journal of Finance*, vol. 53, n° 5, pp. 1737-1758.
- FORBES, Daniel P. / MILLIKEN, Frances J. (1999)** : « Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups », in : *Academy of Management Review*, vol. 24, n° 3, pp. 489-505.
- FOSS, Nicolai J. (1996)** : « Firms, Incomplete Contracts, and Organizational Learning », in : *Human Systems Management*, vol. 15, n° 1, pp. 17-26.
- FOSS, Kirsten / FOSS, Nicolai (2000)** : « Learning in Firms: Knowledge-Based and Property Rights Perspectives », in : *working paper*, Institut for Industriøkonomi og Virksomhedsstrategi, Copenhagen Business School.

- FOSS, Nicolaj J. / MAHNKE, Volker (2003)** : « Knowledge Management : What Can Organizational Economics Contribute ? », in : M. Lyles (Éd.) : *Handbook of knowledge management and organizational learning*, Blackwell Publishers, partie I.4.
- FRANKFURTER ALLGEMEINE SONNTAGSZEITUNG (2005)** : « Die Deutschland AG ist übersichtlicher », édition du 24 juillet 2005, n° 29.
- FRANKFURTER ALLGEMEINE ZEITUNG (2005)** : « Bei Kundenkontakt zahlen sich die zwei Buchstaben aus », édition du 08 janvier 2005, n° 6.
- FRANKFURTER ALLGEMEINE ZEITUNG (2006)** : « Die Deutschland AG lebt », édition du 19 août 2006, n° 192.
- FRANKS, Julian / MAYER, Colin (2001)** : « Ownership and Control of German Corporations », in : *Review of Financial Studies*, vol. 14, n° 4, pp. 943-977.
- FRANSMAN, Martin (1998)** : « Information, Knowledge, Vision and Theories of the Firm », in : G. Dosi et al. (Éds.), *Technology, Organization and Competitiveness - Perspectives on Industrial and Corporate Change*, Oxford University Press, pp. 147-191.
- FRASER, Steve / GERSTLE, Gary (1989)** : *The Rise and Fall of the New Deal Order, 1930-1980*, Princeton University Press, Princeton.
- FREEMAN, Linton C. (1979)** : « Centrality in Social Networks: Conceptual Clarification », in : *Social Networks*, vol. 1, pp. 215-239.
- FRIEDKIN, Noah E. (1991)** : « Theoretical Foundations for Centrality Measures », in : *American Journal of Sociology*, vol. 96, n° 6, pp. 1478-1504.
- FUKUYAMA, Francis (1995)** : *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*, Hamish Hamilton, Londres.
- GALASKIEWICZ, Joseph / WASSERMAN, Stanley (1989)** : « Mimetic Processes within an Interorganizational Field: An Empirical Test », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 34, n° 3, pp. 454-479.
- GALE, Bradley T. (1972)** : « Market Share and Rate of Return », in : *Review of Economics and Statistics*, vol. 54, n° 4, pp. 412-423.
- GAULKE, Jürgen (1997)** : *Der Klub der Kontrolleure*, Knauer, Munich.
- GEDAJLOVIC, Eric R. / SHAPIRO, Daniel M. (1998)** : « Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries », in : *Strategic Management Journal*, vol. 19, n° 6, pp. 533-553.
- GELETKANYCZ, Marta A. / BODY, Brian K. / FINKELSTEIN, Sydney (2001)** : « The Strategic Value of CEO External Directorship Networks: Implications for CEO Compensation », in : *Strategic Management Journal*, vol. 22, pp. 889-898.
- GELETKANYCZ, Marta A. / HAMBRICK, Donald C. (1997)** : « The External Ties of Top Executives: Implications for Strategic Choice and Performance », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 42, n° 4, pp. 654-681.
- GERLACH, Michael L. (1992)** : *Alliance Capitalism: The Social Organization of Japanese Business*, University of California Press, Berkeley.
- GIBBONS, Robert / MURPHY, Kevin J. (1992)** : « Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence », in : *Journal of Political Economy*, vol. 100, n° 3, pp. 468-505.
- GIBRAT, Robert (1931)** : « Les Inégalités Économiques », *Thèse de doctorat*, Librairie du Recueil Sirey, Paris.
- GILSON, Stuart C. (1989)** : « Management Turnover and Financial Distress », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n° 2, pp. 241-262.
- GILSON, Stuart C. (1990)** : « Bankruptcy, boards, banks, and blockholders », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n° 2, pp. 355-387.

- GLASBERG, Davita S. (1989)** : *The Power of Collective Purse Strings: The Effects of Bank Hegemony of Corporations and the State*, Berkeley, University of California Press.
- GODARD, Laurence (1998)** : « Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance », in : *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 4, décembre, pp. 39-61.
- GODARD, Laurence (2002)** : « La taille du conseil d'administration : déterminants et impact sur la performance », in : *Revue Sciences de Gestion*, vol. 33, pp. 125-148.
- GODARD, Laurence / SCHATT, Alain (2005a)** : « Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français. Un état des lieux », in : *Revue Française de Gestion*, vol. 31, n° 158, pp. 69-87.
- GODARD, Laurence / SCHATT, Alain (2005b)** : « Faut-il limiter le cumul des fonctions dans les conseils d'administration ? Le cas français », in : *Revue des Sciences de Gestion*, vol. 213, pp. 61-72.
- GOLDBERG, Victor P. (1989)** : *Readings in the Economics of Contract Law*, Cambridge University Press, Cambridge.
- GOLDEN, Brian R. / ZAJAC, Edward J. (2001)** : « When will Boards Influence Strategy? Indication x Power = Strategic Change », in : *Strategic Management Journal*, vol. 22, n° 12, pp. 1087-1111.
- GOODSTEIN, Jerry / GAUTAM, Kanak / BOEKER, Warren (1994)** : « The Effects of Board Size and Diversity on Strategic Change », in : *Strategic Management Journal*, vol. 15, n° 3, pp. 241-250.
- GORDON, Robert A. (1961)** : *Business Leadership in the Large Corporation*, édition révisée, University of California Press, Berkeley.
- GORTON, Gary / SCHMID, Frank (2000)** : « Universal Banking and the Performance of German Firms », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1, pp. 29-80.
- GOTTSCHALK, Arno (1987)** : *Der Stimmrechtseinfluss der Banken on der Hauptversammlungen der Großunternehmen*, manuscrit non publié, Brême.
- GOYAL, Vidhan K. / PARK, Chul W. (2002)** : « Board Leadership Structure and CEO Turnover », in : *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, n° 1, pp. 49-66.
- GRANOVETTER, Mark S. (1985)** : « Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness », in : *American Journal of Sociology*, vol. 91, n° 3, pp. 481-510.
- GRANOVETTER, Mark S. (1992)** : « Problems of Explanation in Economic Sociology », in : N. Nohria / R. Eccles (Éds.), *Networks and Organizations: Structure, Form and Action*, Harvard Business School Press, Boston, pp. 25-56.
- GREEN, Diana (1986)** : « The State, Banks and Industry in France », in : A. Cox (Éd.), *State, Finance and Industry : A Comparative Analysis of Post-War Trends in Six Advanced Industrial Economies*, Wheatsheaf Books, Brighton, pp. 80-117.
- GRIFFITH, John M. / FOGELBERG, Lawrence / WEEKS, Shelton H. (2002)** : « CEO Ownership, Corporate Control, and Bank Performance », in : *Journal of Economics and Finance*, vol. 26, n° 2, pp. 170-183.
- GROSSMAN, Sanford J. / HART, Oliver D. (1980)** : « Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation », in : *Bell Journal of Economics*, vol. 11, n° 1, pp. 42-64.
- GROSSMAN, Sanford J. / HART, Oliver D. (1986)** : « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration », in : *Journal of Political Economy*, vol. 94, n° 4, pp. 691-719.
- GROSSMAN, Sanford J. / HART, Oliver D. (1988)** : « One Share-One Vote and the Market for Corporate Control », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1/2, pp. 175-202.
- GUIEU, Gilles / MESCHI, Pierre-Xavier (2008)** : « Conseils d'administration et réseaux d'administrateurs en Europe », in : *Revue Française de Gestion*, n° 185, pp. 21-45.

- GULATI, Ranjay (1995)** : « Does Familiarity Breed Trust? The Implications of Repeated Ties for Contractual Choice in Alliances », in : *Academy of Management Journal*, vol. 38, n° 1, pp. 85-112.
- GULATI, Ranjay / GARGIULO, Martin (1999)** : « Where Do Interorganizational Networks Come From? », in : *American Journal of Sociology*, vol. 104, n° 5, pp. 1439-1493.
- GULATI, Ranjay / WESTPHAL, James D. (1999)** : « Cooperative or Controlling? The Effects of CEO-board Relations and the Content of Interlocks on the Formation of Joint Ventures », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 44, pp. 473-506.
- HALL, Bronwyn H. (1987)** : « The Relationship between Firm Size and Firm Growth in the US Manufacturing Sector », in : *Journal of Industrial Economics*, vol. 35, n° 4, pp. 583-606.
- HALL, Peter A. / SOSKICE, David (2001)** : « An Introduction to Varieties of Capitalism » in : P. Hall / D. Soskice (Éds.), *Varieties of Capitalism - The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press, pp. 1-68.
- HALL, Marshall / WEISS, Leonard (1967)** : « Firm Size and Profitability », in : *Review of Economics and Statistics*, vol. 49, n° 3, pp. 319-331.
- HALLOCK, Kevin F. (1997)** : « Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation », in : *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 32, n° 3, pp. 331-344.
- HAMEL, Gary (1991)** : « Competition for Competence in Inter-Partner Learning within International Strategic Alliances », in : *Strategic Management Journal*, vol. 12, n° special, pp. 83-103.
- HAMILTON, Gary G. / ZEILE, William / KIM, Wan J. (1990)** : « The Network Structures of East Asian Economies », in: S. Clegg / G. Redding (Éds.), *Capitalism in Contrasting Cultures*, de Gruyter, Berlin.
- HAMON, Jacques (1986)** : « Le caractère saisonnier des rentabilités mensuelles à la Bourse de Paris », in : *Finance*, vol. 7, n° 1, pp. 57-74.
- HANCKÉ, Bob (2001)** : « Revisiting the French Model: Coordination and Restructuring in French Industry » in : P. Hall / D. Soskice (Éds.), *Varieties of Capitalism - The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press, Oxford, pp. 1-68.
- HARFORD, Jarrad (2003)** : « Takeover Bids and Target Directors' Incentives: The Impact of a Bid on Director's Wealth and Board Seats », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 69, n° 1, pp. 51-83.
- HARRIS, Ira C. / SHIMIZU, Katsuhiko (2004)** : « Too Busy To Serve? An Examination of the Influence of Overboarded Directors », in : *Journal of Management Studies*, vol. 41, n° 5, pp. 775-798.
- HARRISON, J. Richard (1987)** : « The Strategic Use of Corporate Board Committees », in : *California Management Review*, vol. 30, n° 1, pp. 109-125.
- HART, Oliver D. (1983)** : « The Market Mechanism as an Incentive Scheme », in : *Bell Journal of Economics*, vol. 14, n° 2, pp. 366-382.
- HART, Oliver D. / MOORE, John (1990)** : « Property Rights and the Nature of the Firm », in : *Journal of Political Economy*, vol. 98, n° 6, pp. 1119-1158.
- HARTMANN, Michael (2007)** : *Eliten und Macht in Europa - Ein internationaler Vergleich*, Campus Verlag, Francfort & New York.
- HAUGEN, Robert A. (1996)** : « Finance from a New Perspective », in : *Financial Management*, vol. 25, n° 1, pp. 86-97.
- HAUNSCHILD, Pamela R. (1993)** : « Interorganizational Imitation : The Impact of Interlocks on Corporate Acquisition Activity », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, n° 4, pp. 564-592.
- HAUNSCHILD, Pamela R. (1994)** : « How Much Is That Company Worth? Interorganizational Relationships, Uncertainty, and Acquisition Premiums », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, n° 3, pp. 391-411.

- HAUNSCHILD, Pamela R. / BECKMAN, Christine M. (1998)** : « When Do Interlocks Matter?: Alternate Sources of Information and Interlock Influence », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 43, n° 4, pp. 815-844.
- HAUSMAN, Jerry A. (1978)** : « Specification Tests in Econometrics », in : *Econometrica*, vol. 46, pp. 1251-1271.
- HAUTCŒUR, Pierre-Cyrille (1996)** : « Le système financier français de 1945 à nos jours », in : *Risques*, vol. 25, janvier-mars, pp. 135-151.
- HAUTCŒUR, Pierre-Cyrille (1997)** : « Le marché financier français entre 1870 et 1900 », in : Y. Breton *et al.* (Éds.), *La longue stagnation en France*, Economica, pp. 235-265.
- HEINZE, Thomas (2002)** : « Die Struktur der Personalverflechtung großer deutscher Aktiengesellschaften zwischen 1989 und 2001 », in : *Zeitschrift für Soziologie*, vol. 31, n° 5, pp. 391-410.
- HEINZE, Thomas (2004)** : « Dynamics in the German System of Corporate Governance? Empirical Findings regarding Interlocking Directorates », in : *Economy and Society*, vol. 33, n° 2, pp. 218-238.
- HELLAND, Eric (2006)** : « Reputational Penalties and the Merits of Class Action Securities Litigation », in : *Journal of Law and Economics*, vol. 49, n° 2, pp. 365-395.
- HENDRY, Kevin / KIEL, Geoffrey C. (2004)** : « The Role of the Board in Firm Strategy: Integrating Agency and Organizational Control Perspectives », in : *Corporate Governance*, vol. 12, n° 4, pp. 500-520.
- HERACLEOUS, Loizos / MURRAY, John (2001)** : « Networks, Interlocking Directorates and Strategy: Towards a Theoretical Framework », in : *Asia Pacific Journal of Management*, vol. 18, pp. 137-160.
- HERMALIN, Benjamin E. / WEISBACH, Michael S. (1988)** : « The Determinants of Board Composition », in : *RAND Journal of Economics*, vol. 19, n° 4, pp. 589-606.
- HERMALIN, Benjamin E. / WEISBACH, Michael S. (1991)** : « The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance », in : *Financial Management*, hiver, pp. 101-112.
- HERMALIN, Benjamin E. / WEISBACH, Michael S. (1998)** : « Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO », in : *American Economic Review*, vol. 88, n° 1, pp. 96-118.
- HILFERDING, Rudolf (1970 [1909])** : « Das Finanzkapital - Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus », traduit de l'allemand par M. Ollivier : *Le capital financier - Étude sur le développement récent du capitalisme*, Éditions de minuit.
- HILFERDING, Rudolf (1982 [1927])** : « Die Aufgaben der Sozialdemokratie in der Republik », in : C. Stephan (Éd.), *Zwischen den Stühlen oder über die Unvereinbarkeit von Theorie und Praxis : Schriften Rudolf Hilferdings 1904 bis 1940*, Berlin et Bonn, Dietz, pp. 212-236.
- HILL, Charles W. L. / SNELL, Scott A. (1989)** : « Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity », in : *Academy of Management Journal*, vol. 32, n° 1, pp. 25-46.
- HILL, Stephen (1995)** : « The Social Organization of Boards of Directors », in : *British Journal of Sociology*, vol. 46, n° 2, pp. 245-278.
- HILLION, Pierre H. (1988)** : « The Econometric Problems Associated with Size-Sorted Portfolios in Empirical Tests of the Capital Asset Pricing Model », in : *Thèse de doctorat*, University of California.
- HIRSHLEIFER, David / THAKOR, Anjan V. (1998)** : « Corporate control through board dismissals and takeovers », in : *Journal of Economics and Management Strategy*, vol. 7, n° 4, pp. 489-520.
- HITT, Michael A. / TYLER, Beverly B. (1991)** : « Strategic Decision Models: Integrating Different Perspectives », in : *Strategic Management Journal*, vol. 12, n° 5, pp. 327-351.
- HODGSON, Geoffrey M. (1998)** : « Competence and contract in the theory of the firm », in : *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 35, pp. 179-201.

- HOLDERNESS, Clifford G. (2009)** : « The Myth of Diffuse Ownership in the United States », in: *Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 4, pp. 1377-1405.
- HOLDERNESS, Clifford G. / KROSZNER, Randall F. / SHEEHAN, Dennis P. (1999)** : « Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression », in : *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, pp. 435-469.
- HOLDERNESS, Clifford G. / SHEEHAN, Dennis P. (1988)** : « The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations : An Exploratory Analysis », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 317-346.
- HOLMSTRÖM, Bengt (1999)** : « Managerial Incentive Problems : A Dynamic Perspective », in : *Review of Economic Studies*, vol. 66, n° 226, pp. 169-182.
- HÖPNER, Martin (2003a)** : « Der organisierte Kapitalismus in Deutschland und sein Niedergang », in : R. Czada / R. Zintl (Éds.), *Politik und Markt*, PVS-Sonderheft 34, VS Verlag, Wiesbaden, pp. 300-324.
- HÖPNER, Martin (2003b)** : *Wer beherrscht die Unternehmen ? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland*, Campus Verlag, Francfort sur le Main.
- HÖPNER, Martin / JACKSON, Gregory (2001)** : « Entsteht ein Markt für Unternehmenskontrolle? Der Fall Mannesmann », in : *Leviathan*, vol. 29, n° 4, pp. 544-563.
- HÖPNER, Martin / KREMPEL, Lothar (2004)** : « The Politics of the German Company Network », in : *Competition & Change*, vol. 8, n° 4, pp. 339-356.
- HUBER, Peter J. / RONCHETTI, Elvezio M. (2009)** : *Robust Statistics*, 2^e édition, John Wiley & Sons, Hoboken.
- HÜFFER, Uwe (1999)** : *Kommentare zum Aktiengesetz*, 4^e édition, Beck, Munich.
- HWANG, Byoung-Hyoun / KIM, Seoyoung (2009)** : « It pays to have friends », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 93, n° 1, pp. 138-158.
- HYMER, Stephen / PASHIGIAN, Peter (1962)** : « Firm Size and Rate of Growth », in : *Journal of Political Economy*, vol. 70, n° 6, pp. 556-569.
- IJIRI, Yuji / SIMON, Herbert A. (1964)** : « Business Firm Growth and Size », in : *American Economic Review*, vol. 54, n° 1, pp. 77-89.
- JACKSON, Susan E. (1992)** : « Consequences of Group Competition for the Interpersonal Dynamics of Strategic Issue Processing », in : *Advances in Strategic Management*, vol. 8, pp. 345-382.
- JEHN, Karen A. (1995)** : « A Multimethod Examination of the Benefits and Detriments of Intragroup Conflict », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 40, n° 2, pp. 256-282.
- JEIDELS, Otto (1905)** : *Das Verhältnis der deutschen Großbanken zur Industrie mit besonderer Berücksichtigung der Eisenindustrie*, Leipzig.
- JENSEN, Michael C. (1983)** : « Organization Theory and Methodology », in : *Accounting Review*, vol. 58, n° 2, pp. 319-339.
- JENSEN, Michael C. (1986)** : « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », in : *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, pp. 323-329.
- JENSEN, Michael C. (1993)** : « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », in : *Journal of Finance*, vol. 48, n° 3, pp. 831-880.
- JENSEN, Michael C. (1998)** : *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press, Cambridge.
- JENSEN, Michael C. / MECKLING, William H. (1976)** : « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, pp. 305-360.
- JENSEN, Michael C. / MURPHY, Kevin J. (1990)** : « Performance Pay and Top-Management Incentives », in : *Journal of Political Economy*, vol. 98, n° 2, pp. 225-264.

- JENSEN, Michael C. / RUBACK, Richard S. (1983)** : « The Market for Corporate Control, The Scientific Evidence », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 5-50.
- JOHNSON, Jonathan L. / DAILY, Catherine M. / ELLSTRAND, Alan E. (1996)** : « Boards of Directors: A Review and Research Agenda », in : *Journal of Management*, vol. 22, n° 3, pp. 409-438.
- JUDGE, William Q. / ZEITHAML, Carl P. (1992)** : « Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process », in : *Academy of Management Journal*, vol. 35, n°4, pp. 766-794.
- JURAN, Joseph M. / LOUDEN, J. Keith (1966)** : *The Corporate Director*, American Management Association, New York.
- KADUSHIN, Charles (1995)** : « Friendship among the French Financial Elite », in : *American Sociological Review*, vol. 60, pp. 202-221.
- KANG, Eugene (2008)** : « Director Interlocks and Spillover Effects of Reputational Penalties from Financial Reporting Fraud », in : *Academy of Management Journal*, vol. 51, n° 3, pp. 537-555.
- KANG, Jun-Koo / SHIVDASANI, Anil (1995)** : « Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 38, n° 1, pp. 29-58.
- KAPLAN, Steven N. / MINTON, Bernadette A. (1994)** : « Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 36, n° 2, pp. 225-258.
- KAPLAN, Steven N. / REISHUS, David (1990)** : « Outside directorships and corporate performance », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n° 2, pp. 389-410.
- KAPLAN, Sarah / SCHENKEL, Andrew / VON KROGH, Georg / WEBER, Charles (2001)** : « Knowledge-Based Theories of the Firm in Strategic Management: A Review and Extension », in : *working paper*, Massachusetts Institute of Technology.
- KATZ, Daniel / KAHN, Robert L. (1966)** : *The Social Psychology of Organizations*, John Wiley & Sons, New York, Londres et Sydney.
- KENGELBACH, Jens / ROOS, Alexander (2006)** : « Entflechtung der Deutschland AG : Empirische Untersuchung der Reduktion von Kapital- und Personalverflechtungen zwischen deutschen börsennotierten Gesellschaften », in : *M&A Review*, édition spéciale, pp. 12-21.
- KIEL, Geoffrey C. / NICHOLSON, Gavin J. (2006)** : « Multiple Directorships and Corporate Performance in Australian Listed Companies », in : *Corporate Governance*, vol. 14, n° 6, pp. 530-546.
- KIM, Dong-Woon (2003)** : « Interlocking Ownership in the Korean Chaebol », in : *Corporate Governance*, vol. 11, n° 2, pp. 132-142.
- KIM, Yangmin (2005)** : « Board Network Characteristics and Firm Performance in Korea », in : *Corporate Governance*, vol. 13, n° 6, pp. 800-808.
- KIM, Yangmin / CANNELLA, Albert A. (2008)** : « Toward a Social Capital Theory of Director Selection », in : *Corporate Governance*, vol. 16, n° 4, pp. 282-293.
- KIMBERLY, John R. (1976)** : « Organizational Size and the Structuralist Perspective: A Review, Critique and Proposal », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 21, pp. 571-597.
- KIMBERLY, John R. / EVANISKO, Michael J. (1981)** : « Organizational Innovation: The Influence of Individual, Organizational, and Contextual Factors on Hospital Adoption of Technological and Administrative Innovations », in : *Academy of Management Journal*, vol. 24, n° 4, pp. 689-713.

- KINI, Omesh / KRACAW, William / MIAN, Shehzad (1995)** : « Corporate takeovers, firm performance, and board composition », in : *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, n° 3-4, pp. 383-412.
- KIRCHNER, Wayne K. (1958)** : « Age Differences in Short-Term Retention of Rapidly Changing Information », in : *Journal of Experimental Psychology*, vol. 55, n° 4, pp. 352-358.
- KLEIN, April (1998)** : « Firm Performance and Board Committee Structure », in : *Journal of Law and Economics*, vol. 16, pp. 275-303.
- KLEIN, April (2002)** : « Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management », in : *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, n° 3, pp. 375-400.
- KOCKA, Jürgen (1980)** : « The Rise of the Modern Industrial Enterprise in Germany », in : A. Chandler / H. Daems (Éds.), *Managerial Hierarchies – Comparative Perspectives on the Rise of the Modern Industrial Enterprise*, Harvard University Press, Cambridge, pp. 77-116.
- KOENIG, Thomas / GOGEL, Robert / SONQUIST, John A. (1979)** : « Models of the Significance of Interlocking Corporate Directorates », in : *American Journal of Economics and Sociology*, vol. 38, n° 2, pp. 173-186.
- KOGUT, Bruce / WALKER, Gordon (2001)** : « The Small World of Germany and the Durability of National Networks », in : *American Sociological Review*, vol. 66, n° 3, pp. 317-335.
- KOGUT, Bruce / ZANDER, Udo (1992)** : « Knowledge of the Firm, Combinative Capabilities, and the Replication of Technology », in : *Organization Science*, vol. 3, n° 3, pp. 383-397.
- KOONTZ, Harold (1967)** : *The Board of Directors and Effective Management*, McGraw-Hill, New York.
- KOTZ, David M. (1978)** : *Bank Control of Large Corporations in the United States*, University of California Press, Berkeley.
- KRAMARZ, Francis / THESMAR, David (2006)** : « Social Networks in the Boardroom », in : *working paper*.
- KROSZNER, Randall S. / STRAHAN, Philip E. (2001)** : « Bankers on Boards: Monitoring, Conflicts of Interest, and Lender Liability », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 62, pp. 415-452.
- KUHNEN, Camelia M. (2009)** : « Business Networks, Corporate Governance, and Contracting in the Mutual Fund Industry », in : *Journal of Finance*, vol. 64, n° 5, pp. 2185-2220.
- KUTNER, Michael H. / NACHTSHEIM, Christopher / NETER, John (2004)** : *Applied Linear Regression Models*, 4^{ème} édition, McGraw Hill.
- LAEVEN, Luc / LEVINE, Ross (2008)** : « Complex Ownership Structures and Corporate Valuations », in : *Review of Financial Studies*, vol. 21, n° 2, pp. 579-604.
- LANG, James R. / LOCKHART, Daniel E. (1990)** : « Increased environmental uncertainty and changes in board linkage patterns », in : *Academy of Management Journal*, vol. 33, n° 1, pp. 106-128.
- LANGLOIS, Richard N. / ROBERTSON, Paul L. (1995)** : *Firms, Markets and Economic Change: A Dynamic Theory of Business Institutions*, Routledge, Londres & New York.
- LAWRIWSKY, Michael L. (1984)** : *Corporate structure and performance : The Role of Owners, Managers and Markets*, St. Martin's Press, New York.
- LAZONICK, William (2000)** : « From Innovative Enterprise to National Institutions: A Theoretical Perspective on the Governance of Economic Development », in : *working paper*.
- LAZONICK, William / O'SULLIVAN, Mary (1998)** : « Corporate Governance and the Innovative Economy: Policy Implications », *European Commission report*.
- LAZONICK, William / O'SULLIVAN, Mary (2000)** : « Perspectives on Corporate Governance, Innovation and Economic Performance », *European Commission report*.
- LEONTARIDI, Marianthi R. (1998)** : « Segmented Labour Markets: Theory and Evidence », in : *Journal of Economic Surveys*, vol. 12, n° 1, pp. 63-101.

- LEVINE, Joel H. (1972)** : « The Sphere of Influence », in : *American Sociological Review*, vol. 37, n° 1, pp. 14-27.
- LEVINE, Steven B. (1980)** : « The Rise of American Boarding Schools and the Development of a National Upper Class », in : *Social Problems*, vol. 28, n° 1, pp. 63-94.
- LEVY-LEBOYER, Maurice (1980)** : « The Large Corporation in Modern France », in : A. Chandler / H. Daems (Éds.), *Managerial Hierarchies – Comparative Perspectives on the Rise of the Modern Industrial Enterprise*, Harvard University Press, Cambridge, pp. 117-160.
- LINCK, James S. / NETTER, Jeffrey N. / YANG, Tina (2008)** : « The Determinants of Board Structure », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 87, n° 2, pp. 308-328.
- LIPTON, Martin / LORSCH, Jay W. (1992)** : « A Modest Proposal for Improved Corporate Governance », in : *Business Lawyer*, vol. 48, pp. 59-77.
- LODERER, Claudio / PEYER, Urs (2002)** : « Board Overlap, Seat Accumulation and Share Prices », in : *European Financial Management*, vol. 8, n° 2, pp. 165-192.
- LORANGE, Peter / ROOS, Johan (1993)** : *Strategic Alliances: Formation, Implementation and Evolution*, Blackwell, Malden.
- LORSCH, Jay W. / MacIVER, Elizabeth (1989)** : *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Harvard Business School Press, Boston.
- LOULMET, Laurence / MORIN, François (1999)** : « The transformation of the French Model of Capital Holding and Management », in : *working paper*, O.C.D.E., Conference on « Corporate Governance in Asia: A Comparative Perspective », Seoul.
- MAATI, Jérôme (1999)** : *Le gouvernement d'entreprise*, De Boeck Université, Paris & Bruxelles.
- MAATI, Jérôme (2006)** : « The Small World of the CAC 40 », in : *Banque & Marchés*, vol. 82, pp. 41-53.
- MAATI, Jérôme (2008)** : « Le réseau des administrateurs européens : une application de la théorie du Petit Monde », in : *Revue Banque*, n° 94, pp. 20-32.
- MACE, Myles L. (1971)** : *Directors: Myth and Reality*, Harvard University Press, Boston.
- MACE, Myles L. (1976)** : « Designing a plan for the ideal board », in : *Harvard Business Review*, vol. 54, n° 6, pp. 20-36, 198.
- Mac CANNA, Leo / BRENNAN, Niamh / O'HIGGINS, Eleanor (1998)** : « National Networks of Corporate Power: An Irish Perspective », in : *Journal of Management and Governance*, vol. 2, n° 4, pp. 355-377.
- MacCORMAC, Michael (1985)** : « The Functions of the Board of Directors: A Reassessment », in : *Journal of Irish Business and Administrative Research*, vol. 7, n° 1, pp. 90-97.
- MacDONALD, Madeleine (1977)** : *The Education of Elites*, The Open University, Londres.
- MACHLUP, Fritz (1967)** : « Theories of the Firm: Marginalist, Behavioral, Managerial », in : *American Economic Review*, vol. 57, n° 1, pp. 1-33.
- MALKIEL, Burton G. (1973)** : *A Random Walk down Wall Street: The Time-tested Strategy for Successful Investing*, W.W. Norton & Co., New York.
- MAK, Yuen T. / KUSNADI, Yuanto (2005)** : « Size really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value », in : *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13, n° 3, pp. 301-318.
- MANAGERMAGAZIN (2005)** : « Doktortitel: Mehr als bloßes Beiwerk », édition du 19 janvier 2005, n° 1.
- MANAGERMAGAZIN (2006)** : « König Schneider », édition du 18 août 2006, n° 8.
- MANNE, Henry G. (1965)** : « Mergers and the Market for Corporate Control », in : *Journal of Political Economy*, vol. 73, pp. 110-120.

- MANSFIELD, Edwin (1962)** : « Entry, Gibrat's Law, Innovation, and the Growth of Firms », in : *American Economic Review*, vol. 52, n° 5, pp. 1023-1051.
- MARIOLIS, Peter (1975)** : « Interlocking Directorates and Control of Corporations: The Theory of Bank Control », in : *Social Science Quarterly*, vol. 56, n° 3, pp. 425-439.
- MARIOLIS, Peter / JONES, Maria H. (1982)** : « Centrality in Corporate Interlock Networks: Reliability and Stability », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 27, n° 1, pp. 571-584.
- MARKARIAN, Garen / PARBONETTI, Antonio (2007)** : « Firm Complexity and Board of Director Composition », in : *Corporate Governance*, vol. 15, n° 6, pp. 1224-1243.
- MARRIS, Robin L. (1964)** : *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, The Free Press of Glencoe, New York.
- MAYERS, David / SHIVDASANI, Anil / SMITH, Clifford W. Jr. (1997)** : « Board Composition and Corporate Control: Evidence from the Insurance Industry », in : *Journal of Business*, vol. 70, n° 1, pp. 33-62.
- McCONNELL, John J. / SERVAES, Henri (1990)** : « Additional evidence on equity ownership and corporate value », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 595-612.
- McDONALD, Michael L. / WESTPHAL, James D. (2003)** : « Getting by with the Advice of their Friends: CEOs' Advice Networks and Firms' Strategic Responses to Poor Performance », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 48, n° 1, pp. 1-32.
- McPHERSON, J. Miller / SMITH-LOVIN, Lynn (1987)** : « Homophily in Voluntary Organizations : Status Distance and the Composition of Face-to-Face Groups », in : *American Sociological Review*, vol. 52, n° 3, pp. 370-379.
- McWILLIAMS, Victoria B. / SEN, Nilanjan (1997)** : « Board Monitoring and Antitakeover Amendments », in : *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 32, n° 4, pp. 491-505.
- MIKKELSON, Wayne H. / PARTCH, Megan M. (1989)** : « Manager's Voting Rights and Corporate Control », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n° 2, pp. 263-290.
- MIKKELSON, Wayne H. / PARTCH, Megan M. (1997)** : « The Decline of Takeovers and Disciplinary Managerial Turnover », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 44, n° 2, pp. 205-228.
- MILGRAM, Stanley (1967)** : « The Small World Problem », in : *Psychology Today*, vol. 2, pp. 60-67.
- MILLER, Danny (1991)** : « Stale in the Saddle: CEO Tenure and the Match between Organization and Environment », in : *Management Science*, vol. 37, n° 1, pp. 34-52.
- MILLIKEN, F. / VOLLRATH, D. (1991)** : « Strategic Decision-Making Tasks and Group Effectiveness: Insights from Theory and Research on Small Group Performance », in : *Human Relations*, vol. 44, pp. 1229-1253.
- MILLS (1969 [1956])** : *The Power Elite*, Oxford University Press, New York, traduit de l'anglais par A. Chassigneux, Paris.
- MINTZ, Beth / SCHWARTZ, Michael (1985)** : *The Power Structure of American Business*, University of Chicago Press, Chicago.
- MINTZBERG, Henry (1975)** : « The Manager's Job: Folklore and Fact », in : *Harvard Business Review*, vol. 53, n° 4, pp. 49-61.
- MINTZBERG, Henry (1983)** : *Power In and Around Organizations*, Englewood Cliffs, New Jersey.
- MIZRUCHI, Mark S. (1992)** : *The Structure of Corporate Political Action: Interfirm Relationships and Their Consequences*, Harvard University Press, Cambridge.
- MIZRUCHI, Mark S. (1996)** : « What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates », in : *Annual Review of Sociology*, vol. 22, pp. 271-298.
- MIZRUCHI, Mark S. / HAN, Shin-Kap / DORDICK, Gwendolyn A. (1995)** : « Flux de ressources et réseaux inter-organisationnels », in : *Revue française de sociologie*, vol. 36, n° 4, pp. 655-684.

- MIZRUCHI, Mark S. / STEARNS, Linda B. (1988) :** « A Longitudinal Study of the Formation of Interlocking Directorates », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 33, pp. 194-210.
- MONOPOLKOMMISSION (1980/1981) :** *Hauptgutachten IV*, téléchargé le 15 septembre 2007 du site Internet : <http://dip.bundestag.de/btd/12/030/1203031.pdf>
- MONOPOLKOMMISSION (1990/1991) :** *Hauptgutachten IX*, téléchargé le 15 septembre 2007 du site Internet : <http://dip.bundestag.de/btd/12/030/1203031.pdf>
- MONOPOLKOMMISSION (2002/2003) :** *Hauptgutachten XV*, téléchargé le 15 septembre 2007 du site Internet : <http://dip.bundestag.de/btd/15/036/1503610.pdf>
- MORAN, P. / GHOSHAL, Sumantra (1996) :** « Value Creation by Firms », in : J. B. Keys / L. N. Dosier (Éds.), *Academy of Management Best Paper Proceedings*, pp. 45-45.
- MORCK, Randall / SHLEIFER, Andrei / VISHNY, Robert W. (1988) :** « Management ownership and market valuation : An Empirical Analysis », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293-315.
- MORCK, Randall / SHLEIFER, Andrei / VISHNY, Robert W. (1989) :** « Alternative Mechanisms for Corporate Control », in : *American Economic Review*, vol. 79, n° 4, pp. 842-852.
- MORIN, François (1974) :** *La structure financière du capitalisme français - Situations et Transformations*, Calmann-Lévy.
- MORIN, François (1989) :** « Le nouveau pouvoir financier en France : ou 'l'autogestion' du capital », in : *Revue d'Économie Industrielle*, n° 47, 1^{er} trimestre, pp. 44-52.
- MORIN, François (1996) :** « Privatisation et dévolution des pouvoirs : Le modèle français du gouvernement d'entreprise », in : *Revue économique*, vol. 47, n° 6, pp. 1253-1268.
- MORIN, François / DUPUY, Claude (1993) :** *Le cœur financier européen*, Economica, Paris.
- MORIN, François / RIGAMONTI, Éric (2002) :** « Évolution et structure de l'actionnariat en France », in : *Revue française de gestion*, vol. 28, n° 141, pp. 155-181.
- MORVAN, Yves (1972) :** *La concentration de l'industrie en France*, Librairie Armand Colin, Paris.
- MURPHY, Antoin E. (2004) :** « Corporate Ownership in France: The Importance of History », in : *working paper*.
- NADER, Ralph / GREEN, Mark J. / SELIGMAN, Joel (1976) :** *Taming the Giant Corporation*, W. W. Norton Co., New York.
- NAHAPIET, Janine / GHOSHAL, Sumantra (1998) :** « Social Capital, Intellectual Capital, and the Organizational Advantage », in : *Academy of Management Review*, vol. 23, n° 2, pp. 242-266.
- NAPHTALI, Fritz (1966 [1928]) :** *Wirtschaftsdemokratie. Ihr Wesen, Weg und Ziel*, Francfort sur le Main, Europäische Verlagsanstalt.
- NELSON, Richard G. / WINTER, Sidney G. (1982) :** *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Belknap Press, Cambridge.
- NGUYEN-DANG, Bang (2006) :** « Does the Rolodex Matter? Corporate Elite's Small World and the Effectiveness of Boards of Directors », in : *working paper*.
- NICHOLSON, Gavin J. / KIEL, Geoffrey C. (2004) :** « A Framework for Diagnosing Board Effectiveness », in : *Corporate Governance*, vol. 12, n° 4, pp. 442-460.
- NOLLERT, Michael (2005a) :** « Transnational Corporate Ties: A Synopsis of Theories and Empirical Findings », in : *Journal of World-Systems Research*, vol. 11, n° 2, pp. 289-314.
- NOLLERT, Michael (2005b) :** *Unternehmensverflechtungen in Westeuropa - Nationale und transnationale Netzwerke von Unternehmen, Aufsichtsräten und Managern*, LIT Verlag, Münster.

- NOLLERT, Michael / FIEDLER, Nicola (2000)** : « Lobbying for a Europe of Big Business: the European Roundtable of Industrialists », in : V. Bornschie (Éd.), *State-building in Europe - The Revitalization of Western European Integration*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 187-209.
- NONAKA, Ikujiro (1994)** : « A Dynamic Theory of Organizational Knowledge Creation », in : *Organization Science*, vol. 5, n° 1, pp. 14-37.
- NORTH, Douglass C. (1993)** : *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge.
- OERTMANN, Peter (1994)** : « Size Effect und Performance von deutschen Aktien », in : *Finanzmarkt und Portfolio Management*, vol. 8, n° 2, pp. 197-211.
- OGGER, Günter (1996)** : *Nieten in Nadelstreifen*, Knauer, Munich.
- ORNSTEIN, Michael (1984)** : « Interlocking Directorates in Canada: Intercompany of Class Alliance? », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 29 ; pp. 210-231.
- O'REILLY III, Charles A. / CALDWELL, David F. / BARNETT, William P. (1989)** : « Work Group Demography, Social Integration, and Turnover », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 34, pp. 21-37.
- O'SULLIVAN, Mary (1998)** : « Corporate Governance in Germany - Productive and Financial Challenges », in : *Public Policy Brief*, n° 49.
- O'SULLIVAN, Mary (2000a)** : « The Innovative Enterprise and Corporate Governance », in : *Cambridge Journal of Economics*, vol. 24, n° 4, pp. 393-416.
- O'SULLIVAN, Mary (2000b)** : « The Determinants of Non-Executive Representation on the Boards of Large UK Companies », in : *Journal of Management and Governance*, vol. 4, n° 4, pp. 283-297.
- O'SULLIVAN, Mary (2001)** : « Change and Continuity in the French System of Corporate Governance », in : *working paper*, INSEAD.
- PALMER, Donald A. (1983)** : « Broken Ties: Interlocking Directorates and Intercompany Coordination », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 28, n° 1, pp. 40-55.
- PALMER, Donald A. / JENNINGS, Devereaux P. / ZHOU, Xueguang (1993)** : « Late Adoption of the Multidivisional Form by Large U.S. Corporations: Institutional, Political and Economic Accounts », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, n° 1, pp. 100-131.
- PALMON, Oded / WALD, John K. (2002)** : « Are two Heads Better than one? The Impact of Changes in Management Structure on Performance by Firm Size », in : *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, n° 3, pp. 213-226.
- PAPPI, Franz U. (1992)** : « Personelle Verflechtungen », in : E. Frese (Éd.) : *Handwörterbuch der Organisation*, Stuttgart, 3^{ème} édition, col. 1962-1977.
- PAPPI, Franz U. / KAPPELHOFF, Peter / MELBECK, Christian (1987)** : « Die Struktur der Unternehmensverflechtungen in der Bundesrepublik - Eine Blockmodellanalyse der Personal- und Kapitalverflechtungen zwischen den größten Unternehmen », in : *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, vol. 39, pp. 693-717.
- PAQUEROT, Mathieu (1996)** : « L'enracinement des dirigeants et ses effets », in : *Revue Française de Gestion*, n° 111, numéro spéciale 'Le métier de dirigeant', pp. 212-225.
- PARRINO, Robert (1997)** : « CEO Turnover and Outside Succession », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 46, n° 2, pp. 165-197.
- PEARCE II, John A. / ZAHRA, Shaker A. (1992)** : « Board Composition from a Strategic Contingency Perspective », in : *Journal of Management Studies*, vol. 29, n° 4, pp. 411-438.
- PENG, Mike W. / AU, Kevin Y. / WANG Denis Y. (2001)** : « Interlocking Directorates as Corporate Governance in Third World Multinationals: Theory and Evidence from Thailand », in : *Asia Pacific Management Journal*, vol. 18, pp. 161-181.

- PENROSE, Edith T. (1959)** : *The Theory of the Growth of the Firm*, John Wiley & Sons, New York.
- PERRY, Tod (1999)** : « Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover », in : *working paper*.
- PERRY, Tod / PEYER, Urs (2005)** : « Board Seat Accumulation by Executives: A Shareholder's Perspective », in : *Journal of Finance*, vol. 60, n° 4, pp. 2083-2123.
- PETTIGREW, Andrew M. (1992)** : « On Studying Managerial Elites », in : *Strategic Management Review*, vol. 13, n° spécial, pp. 163-182.
- PFANNSCHMIDT, Arno (1995)** : « Mehrfachmandate in deutschen Unternehmen - Ökonomischer Erklärungsansatz », in : *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, vol. 65, n° 2, pp. 177-203.
- PFEFFER, Jeffrey (1972)** : « Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 17, pp. 218-228.
- PFEFFER, Jeffrey (1987)** : « A Resource Dependence Perspective on Intercompany Relations », in : M. Mizuchi / M. Schwartz (Éds.), *Intercompany Relations*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 25-55.
- PFEFFER, Jeffrey / MOORE, William L. (1980)** : « Average Tenure of Academic Department Heads: The Effects of Paradigm, Size and Departmental Demography », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 25, n° 3, pp. 387-406.
- PFEFFER, Jeffrey / SALANCIK, Gerald R. (1978)** : *The External Control of Organizations – A Resource Dependence Perspective*, Stanford University Press, Stanford.
- PFEIFFER, Hermannus (1993)** : *Die Macht der Banken - Die personellen Verflechtungen der Commerzbank, der Deutschen Bank und der Dresdner Bank mit Unternehmen*, Campus Verlag, Francfort sur le Main.
- PHAN, Phillip H. / LEE, Soo Hoon / LAU, Siang Chi (2003)** : « The Performance Impact of Interlocking Directorates: The Case of Singapore », in : *Journal of Managerial Issues*, vol. 15, n° 3, pp. 338-352.
- PHAN, Phillip H. / PERIDIS, Theodore (2000)** : « Knowledge Creation in Strategic Alliances: Another Look at Organizational Learning », in : *Asia Pacific Journal of Management*, vol. 17, pp. 201-222.
- PI, Lynn / TIMME, Stephen G. (1993)** : « Corporate Control and Bank Efficiency », in : *Journal of Banking and Finance*, vol. 17, n° 2-3, pp. 515-530.
- PICHARD-STAMFORD, Jean-Pierre (2000)** : « Légitimité et enracinement du dirigeant par le réseau des administrateurs », in : *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 4, pp. 143-178.
- PIGÉ, Benoît (1993)** : « Motivations des dirigeants d'entreprises : Les moyens de la performance », *Thèse de doctorat*, Sciences de gestion, Université de Bourgogne.
- PIGÉ, Benoît (1996)** : « Existe-t-il un marché du travail des dirigeants », in : *Revue Française de Gestion*, n° 111, pp. 239-249.
- PIGÉ, Benoît (1998)** : « Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires », in : *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 3, pp. 131-158.
- POENSGEN, Otto H. (1980)** : « Between Market and Hierarchy - The Role of Interlocking Directorates », in : *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, vol. 136, pp. 209-225.
- POENSGEN, Otto H. (1982)** : « Der Weg in den Vorstand - Die Charakteristiken der Vorstandsmitglieder der Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes », in : *Die Betriebswirtschaft*, vol. 52, pp. 3-25.
- POPPER, Karl R. (1935)** : *Logik der Forschung*, Julius Springer, Vienne.
- PRAHALAD, Coimbatore K. (1994)** : « Corporate Governance or Corporate Value Added?: Rethinking the Primacy of Shareholder Value », in : *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 6, n° 4, pp. 40-50.
- PRAHALAD, Coimbatore K. / HAMEL, Gary (1990)** : « The Core Competence of the Corporation », in : *Harvard Business Review*, vol. 68, n° 3, pp. 79-91.

- PREVOST, Andrew K. / RAO, Ramesh P. / HOSSAIN, Mahmud (2002)** : « Board Composition in New Zealand : An Agency Perspective », in : *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 29, n° 5&6, pp. 731-748.
- PRIDDAT, Birger P. (2004)** : « Gustav von Schmoller : L'économie comme moralité institutionnalisée », in : H. Bruhns (Dir.), *Histoire et économie politique en Allemagne de Gustav Schmoller à Max Weber - Nouvelles perspectives sur l'école historique de l'économie*, traduit de l'allemand et de l'anglais par F. Laroche, Éditions de la Maison des sciences de l'homme, pp. 53-73.
- PROVAN, Keith G. (1980)** : « Board Power and Organizational Effectiveness among Human Service Agencies », in : *Academy of Management Journal*, vol. 23, n° 2, pp. 221-236.
- QUINN, James B. / ANDERSON, Philip / FINKELSTEIN, Sydney (1996)** : « Leveraging Intellect », in : *Academy of Management Executive*, vol. 10, n° 3, pp. 7-27.
- RAJAGOPALAN, Nandini / DATTA, Deepak K. (1996)** : « CEO Characteristics: Does Industry Matter? », in : *Academy of Management Journal*, vol. 39, n° 1, pp. 197-215.
- RAJAN, Raghuram G. / ZINGALES, Luigi (2000)** : « The Governance of the New Enterprise », in : X. Vives (Éd.), *Corporate Governance - Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press, ch. 6, pp. 201-232.
- RAJAN, Raghuram G. / ZINGALES, Luigi (2003)** : « The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 69, pp. 5-50.
- RANK, Olaf N. (2005)** : « Interdependenzen in den Governance-Strukturen deutscher Großunternehmen », in : *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, vol. 75, n° 1, pp. 15-41.
- REBITZER, James B. (1993)** : « Radical Political Economy and the Economics of Labor Markets », in : *Journal of Economic Literature*, vol. 31, pp. 1394-1434.
- RECHNER, Paula L. / DALTON, Dan R. (1989)** : « The Impact of CEO as Board Chairperson on Corporate Performance: Evidence vs. Rhetoric », in : *Academy of Management Executive*, vol. 3, n° 2, pp. 141-143.
- RECHNER, Paula L. / DALTON, Dan R. (1991)** : « CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis », in : *Strategic Management Journal*, vol. 12, n° 2, pp. 155-160.
- REID, Gavin C. (1993)** : *Small Business Enterprise: An Economic Analysis*, Routledge, Londres.
- REINGANUM, Marc R. (1982)** : « A Direct Test of Roll's Conjecture on the Firm Size Effect », in : *Journal of Finance*, vol. 37, n° 1, pp. 27-35.
- RICARDO, David (2004 [1817])** : *The Principles of Political Economy and Taxation*, Dover Publications.
- RICHARDSON, R. Jack (1987)** : « Directorship Interlocks and Corporate Profitability », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 32, n° 3, pp. 367-386.
- RINDOVA, Violina P. (1999)** : « What Corporate Boards Have to Do with Strategy: A Cognitive Perspective », in : *Journal of Management Studies*, vol. 36, n° 7, pp. 953-975.
- ROBINS, Garry / ALEXANDER, Malcolm (2004)** : « Small Worlds among Interlocking Directors: Network Structure and Distance in Bipartite Graphs », in : *Computational & Mathematical Organization Theory*, vol. 10, pp. 69-94.
- ROBINSON, Austin (1934)** : « The Problem of Management and the Size of Firms », in : *Economic Journal*, vol. 44, n° 174, pp. 242-257.
- ROBINSON, Joan V. (1933)** : *The Economics of Imperfect Competition*, Macmillan, Londres.
- ROE, Mark J. (1993)** : « Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States », in : *Yale Law Journal*, vol. 102, n° 8, pp. 1927-2003.

- ROE, Mark J. (1996)** : « Chaos and Evolution in Law and Economics », in : *Harvard Law Review*, vol. 109, pp. 641-668.
- ROE, Mark J. (2002)** : « Rôle de l'actionnaire et système politique », in : *Revue Française de Gestion*, n° 141, pp. 305-345.
- ROGERS, Everett M. / SHOEMAKER, Floyd F. (1971)** : *Communication of Innovations: A Cross-Cultural Approach*, The Free Press, New York.
- ROSENSTEIN, Stuart N. / WYATT, Jeffrey G. (1990)** : « Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 26, n° 2, pp. 175-191.
- ROSENSTEIN, Stuart N. / WYATT, Jeffrey G. (1997)** : « Inside Directors, Board Effectiveness, and Shareholder Wealth », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 44, n° 2, pp. 229-250.
- ROSS, Stephen A. (1973)** : « The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem », in : *American Economic Review*, vol. 63, n° 2, pp. 134-139.
- ROY, Matthew R. / FOX, Mark A. / HAMILTON, Robert T. (1994)** : « Board Size and Potential Corporate and Director Interlocks in Australasia 1984-1993 », in : *Australian Journal of Management*, vol. 19, n° 2, pp. 201-217.
- RUIGROK, Winfried / PECK, Simon I. / KELLER, Hansueli (2006)** : « Board Characteristics and Involvement in Strategic Decision Making: Evidence from Swiss Companies », in : *Journal of Management Studies*, vol. 43, n° 5, pp. 1201-1226.
- RUTHERFORD, Matthew A. / BUCHHOLTZ, Ann K. (2007)** : « Investigating the Relationship between Board Characteristics and Board Information », in : *Corporate Governance*, vol. 15, n° 4, pp. 576-584.
- SAMUELSON, Paul A. (1965)** : « Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly », in : *Industrial Management Review*, vol. 6, n° 2, pp. 41-49.
- SCHOORMAN, David F. / BAZERMAN, Max H. / ATKIN, Robert S. (1981)** : « Interlocking Directorates: A Strategy for Reducing Environmental Uncertainty », in : *Academy of Management Review*, vol. 6, n° 2, pp. 243-251.
- SCHMIDT, Reinhart (1974)** : « Interorganizational Relations between Management and Control in Large German Companies: A Matrix Approach », in : *Manuskripte aus dem Seminar für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel*, n° 15.
- SCHMIDT, Reinhart / SCHWALBACH, Joachim (2007)** : « Zu Höhe und Dynamik der Vorstandsvergütung in Deutschland », in : H. Albach *et al.* (Éds.) : *Der Ehrbare Kaufmann: Modernes Leitbild für Unternehmer ?*, ZfB Ergänzungsheft, Gabler, Wiesbaden pp. 111-122.
- SCHMIDT, Stefan M. (2001)** : *Corporate Governance in deutschen und amerikanischen Aktiengesellschaften*, Lang, Francfort sur le Main.
- SCHNAKE, Mel E. / FREDENBERGER, William B. / WILLIAMS, Robert J. (2005)** : « The Influence of Board Characteristics on the Frequency of 10-K Investigations of Firms in the Financial Services Sector », in : *Journal of Business Strategies*, vol. 22, n° 2, pp. 101-117.
- SCHNAKE, Mel E. / WILLIAMS, Robert J. (2008)** : « Multiple Directorships and Corporate Misconduct : The Moderating Influences of Board Size and Outside Directors », in : *Journal of Business Strategies*, vol. 25, n° 1, pp. 1-13.
- SCHNEIDER, Uwe H. / STRENGER, Christian (2000)** : « Die 'Corporate Governance-Grundsätze' der Grundsatzkommission Corporate Governance (German Panel on Corporate Governance) », in : *Aktiengesellschaft*, vol. 3, pp. 106-113.
- SCHREYÖGG, Georg / PAPENHEIM-TOCKHORN, Heike (1995)** : « Dient der Aufsichtsrat dem Aufbau zwischenbetrieblicher Kooperationsbeziehungen? Eine Längsschnittstudie zur Rekonstitution 'gebrochener Verflechtungen' zwischen deutschen Kapitalgesellschaften », in : *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, vol. 65, n° 2, pp. 205-230.

- SCHRODER, Harold. M. / DRIVER, Michael J. / STREUFERT, Siegfried (1967) :** *Human Information Processing*, Holt Rinehart & Winston, New York.
- SCOTT, John (1985) :** « Theoretical Framework and Research Design », in : F. Stokman *et al.* (Éds.), *Networks of Corporate Power - A Comparative Analysis of Ten Countries*, Polity Press, Cambridge, pp. 1-19.
- SCOTT, John (1987) :** « Intercorporate Structures in Western Europe: A Comparative Historical Analysis », in : M. Mizuchi / M. Schwartz (Éds.), *Intercorporate Relations - The Structural Analysis of Business*, Cambridge University Press, pp. 208-232.
- SELZNICK, Philip (1949) :** *TVA and the Grass Roots: A Study of Politics and Organization: The Sociology of Formal Organization*, University of California Press, Berkeley.
- SERVATIUS, Bernhard (1995) :** « Ordnungsgemäße Vorstandskontrolle und vorbereitende Personalauswahl durch den Aufsichtsratsvorsitzenden », in : *Aktiengesellschaft*, vol. 5, pp. 223-225.
- SEVESTRE, Patrick (2002) :** *Économétrie des données de panel*, Dunod Paris.
- SHAW, Gareth / ALEXANDER, Andrew (2006) :** « Interlocking Directorates and the Knowledge Transfer of Supermarket Retail Techniques from North America to Britain », in : *International Review of Retail, Distribution and Consumer Research*, vol. 16, n° 3, pp. 375-394.
- SHEPHERD, William G. (1972) :** « The Elements of Market Structure », in : *Review of Economics and Statistics*, vol. 54, n° 1, pp. 25-37.
- SHIVDASANI, Anil (1993) :** « Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers », in : *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, n° 1-3, pp. 167-198.
- SHIVDASANI, Anil / YERMACK, David (1999) :** « CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis », in : *Journal of Finance*, vol. 54, n° 5, pp. 1829-1853.
- SHLEIFER, Andrei / VISHNY, Robert W. (1986) :** « Large Shareholders and Corporate Control », in : *Journal of Political Economy*, vol. 94, n° 3, pp. 461-488.
- SHLEIFER, Andrei / VISHNY, Robert W. (1989) :** « Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pp. 123-139.
- SHLEIFER, Andrei / VISHNY, Robert W. (1997) :** « A Survey of Corporate Governance », in : *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, pp. 737-783.
- SHONFIELD, Andrew (1967 [1965]) :** *Modern Capitalism. The Changing Balance of Public and Private Power*, Oxford, Oxford University Press, traduit de l'anglais par P. Massé, Editions Gallimard.
- SIMON, Herbert A. (1947) :** *Administrative Behavior. A Study of Decision-Making Processes in Administrative Organization*, Free Press, New York.
- SINGH, Harbir / HARIANTO, Farid (1989) :** « Management-Board Relationships, Takeover Risk, and the Adoption of Golden Parachutes », in : *Academy of Management Journal*, vol. 32, n° 1, pp. 7-24.
- SINGH, Ajit / WHITTINGTON, Geoffrey (1975) :** « The Size and Growth of Firms », in : *Review of Economic Studies*, vol. 42, n° 129, pp. 15-26.
- SMITH, Adam (2000 [1776]) :** *Recherche sur la Nature et les Causes de la Richesse des Nations*, retraduit de l'anglais par Jaudel *et al.* (2000), Livres I à V, Economica, Paris.
- SONQUIST, John A. / KOENIG, Thomas (1975) :** « Interlocking Directorates in the Top U.S. Corporations: A Graph Theory Approach », in : *Insurgent Sociologist*, vol. 5, n° 3, pp. 196-229.
- SRINIVASAN, Suraj (2005) :** « Consequences of Financial Reporting Failure for Outside Directors: Evidence from Accounting Restatements and Audit Committee Members », in : *Journal of Accounting Research*, vol. 43, n° 2, pp. 291-334.
- STACKELBERG, Heinrich Freiherr von (1934) :** *Marktform und Gleichgewicht*, Springer, Vienne & Berlin.

- STEARNS, Linda B. / MIZRUCHI, Mark S. (1986)** : « Broken-Tie Reconstitution and the Functions of Interorganizational Interlocks: A Reexamination », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 31, pp. 522-538.
- STEINER, Ivan D. (1972)** : *Group process and productivity*, Academic Press, New York.
- STEVENSON, William B. / RADIN, Robert F. (2003)** : « Cognitive Structures of the Board of Directors: Managerial Cognitions as Bayesian Networks », in : *working paper*, présenté à l'Academy of Management Meetings.
- STEWART, Bennett G. (1991)** : *The Quest for Value: the EVA-TM Management Guide*, Harper Business New York.
- STIGLITZ, Joseph E. (2003)** : *Quand le capitalisme perd la tête*, traduit de l'américain par P. Chemla, Fayard, Paris.
- STILES, Philip / TAYLOR, Bernard (1996)** : « The Strategic Role of the Board », in : *Corporate Governance*, vol. 4, pp. 3-10.
- STOEBERL, Phillip A. / SHERONY, B. C. (1985)** : « Board Efficiency and Effectiveness », in : E. Mattar / M. Ball (Éds.), *Handbook for Corporate Directors*, McGraw-Hill, New York, pp. 12.1-12.10.
- STOKMAN, Frans N. / WASSEUR, Frans W. (1985)** : « National Networks in 1976: A Structural Comparison », in : F. Stokman et al. (Éds.), *Networks of Corporate Power - A Comparative Analysis of Ten Countries*, Polity Press, Cambridge, pp. 20-44.
- STRANGE, Susan (1996)** : « L'avenir du capitalisme mondial : La diversité peut-elle persister indéfiniment », in : C. Crouch / W. Streeck (Coord.), *Les capitalismes en Europe*, Éditions la Découverte, Paris, pp. 247-260.
- STREECK, Wolfgang (1996)** : « Le capitalisme allemand : existe-t-il ? A-t-il des chances de survivre ? », in : C. Crouch / W. Streeck (Coord.), *Les capitalismes en Europe*, Éditions la Découverte, Paris, pp. 47-75.
- STREECK, Wolfgang / HÖPNER, Martin (2003)** : « Einleitung : Alle Macht dem Markt? », in : W. Streeck / M. Höpner (Éds.), *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, Campus Verlag, Francfort sur le Main et New York, pp. 11-59.
- SULEIMAN, Ezra N. (1979 [1978])** : *Les élites en France - Grands Corps et grandes écoles*, traduit de l'américain par M. Meusey, Éditions du Seuil, Paris.
- SUMMERS, Irvin / COFFELT, Terry / HORTON, Roy E. (1988)** : « Work Group Cohesion », in : *Psychological Reports*, vol. 63, pp. 627-636.
- SUNDARAMURTHY, Chamu / MAHONEY, James M. / MAHONEY, Joseph T. (1997)** : « Board Structure, Antitakeover Provisions, and Stockholder Wealth », in : *Strategic Management Journal*, vol. 18, n° 3, pp. 231-245.
- SWAMY, Paravastu A. (1970)** : « Efficient Inference in a Random Coefficients Regression Model », in : *Econometrica*, vol. 38, n° 2, pp. 311-323.
- SWEEZY, Paul M. (1946 [1942])** : *The Theory of Capitalist Development*, Dennis Dobson Limited, Londres.
- SZULANSKI, Gabriel (1996)** : « Exploring Internal Stickiness: Impediments to the Transfer of Best Practice Within the Firm », in : *Strategic Management Journal*, vol. 17, n° spécial 2, pp. 27-44.
- TAN, Margaret / KEONG, Lee Chu (2006)** : « Directorship Interlocks in Singapore: A Social Network Analysis », in : *Corporate Ownership & Control*, vol. 4, n° 1, pp. 65-76.
- TEECE, David J. / RUMELT, Richard / DOSI, Giovanni / WINTER, Sidney (1994)** : « Understanding Corporate Coherence - Theory and Evidence », in : *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 23, pp. 1-30.

- THOMAS, Anisya S. / LITSCHERT, Robert J. / RAMASWAMY, Kennan (1991)** : « The Performance Impact of Strategy-Manager Coalignment: An Empirical Examination », in : *Strategic Management Journal*, vol. 12, n° 7, pp. 509-522.
- THOMSON, James D. / McEWEN, William J. (1958)** : « Organizational Goals and Environment: Goal Setting as an Interaction Process », in : *American Sociological Review*, vol. 23, n° 1, pp. 23-31.
- TURGOT, Anne-Robert J. (1998 [1768])** : *Formation et distribution des richesses*, Flammarion, Paris.
- TSAI, Wenpin / GHOSHAL, Sumantra (1998)** : « Social Capital and Value Creation: The Role of Intrafirm Networks », in : *Academy of Management Journal*, vol. 41, n° 4, pp. 464-476.
- USEEM, Michael (1979)** : « The Social Organization of the American Business Elite and Participation of Corporation Directors in the Governance of American Institutions », in : *American Sociological Review*, vol. 44, n° 4, pp. 553-572.
- USEEM, Michael (1982)** : « Class wide Rationality in the Politics of Managers and Directors of Large Corporations in the United States and Great Britain », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 27, pp. 199-226.
- USEEM, Michael (1984)** : *The Inner Circle - Large Corporations and the Rise of Business Political Activity in the U.S. and U.K.*, Oxford University Press, New York & Oxford.
- USEEM, Michael / KARABEL, Jerome (1986)** : « Pathways to Top Corporate Management », in : *American Sociological Review*, vol. 51, n° 2, pp. 184-200.
- USEEM, Michael / MILLER, S. M. (1975)** : « Privilege and Domination: The Role of the Upper Class in American Higher Education », in : *Social Science Inquiry*, vol. 14, pp. 115-145.
- VAFEAS, Nikos (1999)** : « Board Meeting Frequency and Firm Performance », in : *Journal of Financial Economics*, n° 53, n° 1, pp. 113-142.
- VAFEAS, Nikos (2000)** : « Board Structure and the Informativeness of Earnings », in : *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 19, n° 2, pp. 139-160.
- VAFEAS, Nikos (2003)** : « Further Evidence on Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation », in : *Financial Management*, vol. 32, n° 2, pp. 53-70.
- VANBERG, Viktor J. (1994)** : *Rules and choice in economics*, Routledge, Londres.
- VANCIL, Richard F. (1987)** : *Passing the Baton: Managing the Process of CEO Succession*, Harvard Business School Press, Boston.
- VROOM, Victor H. / PAHL, Bernd (1971)** : « Relationship between Age and Risk Taking among Managers », in : *Journal of Applied Psychology*, vol. 55, n° 5, pp. 399-405.
- WALLY, Stefan / BAUM, Robert J. (1994)** : « Personal and Structural Determinants of the Pace of Strategic Decision Making », in : *Academy of Management Journal*, vol. 37, n° 4, pp. 932-956.
- WARNER, Jerold B. / WATTS, Ross L. / WRUCK, Karen (1988)** : « Stock Prices and Top Management Changes », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1, pp. 461-492.
- WASSERMAN, Stanley / FAUST, Katherine (1994)** : *Social Network Analysis: Methods and Applications*, Cambridge University Press, Cambridge.
- WATTS, Duncan J. / STROGATZ, Steven H. (1998)** : « Collective Dynamics of Small World Networks », in : *Nature*, n° 393, pp. 440-442.
- WEHLER, Hans-Ulrich (1973)** : « Der Aufstieg des Organisierten Kapitalismus und Interventionsstaates in Deutschland », in : H. Winkler (Ed.), *Organisierter Kapitalismus*, Vandenhoeck & Ruprecht, Göttingen, pp. 36-57.

- WEISBACH, Michael S. (1988)** : « Outside Directors and CEO Turnover », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1, pp. 431-460.
- WELLHÖNER, Volker (1989)** : *Großbanken und Großindustrie im Kaiserreich*, Vandenhoeck und Ruprecht, Göttingen.
- WENGER, Ekkehard / KASERER, Christoph (1998)** : « The German System of Corporate Governance - A Model which Should not Be Imitated », in : S. W. Black / M. Moersch (Éds.), *Competition and Governance in Financial Markets - The German and Anglo-American Models*, North-Holland Elsevier Science, Amsterdam *et al.*, ch. 3, pp. 41-78.
- WESTPHAL, James D. (1999)** : « Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO-Board Social Ties », in : *Academy of Management Journal*, vol. 42, n° 1, pp. 7-24.
- WESTPHAL, James D. / BEDNAR, Michael K. (2005)** : « Pluralistic Ignorance in Corporate Boards and Firm's Strategic Persistence in Response to Low Firm Performance », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 50, n° 2, pp. 262-298.
- WESTPHAL, James D. / FREDRICKSON, James W. (2001)** : « Who Direct Strategic Change? Director Experience, the Selection of New CEOs, and Change in Corporate Strategy », in : *Strategic Management Journal*, vol. 22, n° 6, pp. 1113-1137.
- WESTPHAL, James D. / KHANNA, Poonam (2003)** : « Keeping Directors in Line: Social Distancing as a Control Mechanism in the Corporate Elite », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 48, n° 3, pp. 361-398.
- WESTPHAL, James D. / SEIDEL, Marc-David L. / STEWART, Katherine J. (2001)** : « Second-Order Imitation: Uncovering Latent Effects of Board Network Ties », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 46, n° 4, pp. 717-747.
- WESTPHAL, James D. / STERN, Ithai (2006)** : « The Other Pathway to the Boardroom: Interpersonal Influence Behavior as a Substitute for Elite Credentials and Majority Status in Obtaining Board Appointments », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 51, n° 2, pp. 169-204.
- WESTPHAL, James D. / ZAJAC, Edward J. (1997)** : « Defections from the Inner Circle: Social Exchange, Reciprocity, and the Diffusion of Board Independence in U.S. Corporations », in : *Administrative Science Quarterly*, vol. 42, n° 1, pp. 161-183.
- WHITLEY, Richard (1973)** : « Commonalities and connections among directors of large financial institutions », in : *Sociological Review*, vol. 21, pp. 613-632.
- WIERSEMA, Margarethe F. / BANTEL, KAREN A. (1992)** : « Top Management Team Demography and Corporate Strategic Change », in : *Academy of Management Journal*, vol. 35, n° 1, pp. 91-121.
- WILLIAMSON, Oliver E. (1975)** : *Markets and hierarchies - Analysis and Antitrust Implications. A Study in the Economics of Internal Organisation*, The Free Press, New York.
- WILLIAMSON, Oliver E. (1985)** : *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press, New York.
- WILLIAMSON, Oliver E. (1996)** : *The Mechanisms of Governance*, Oxford University Press, Oxford.
- WINDOLF, Paul (2002)** : « Corporate Networks in Europe and the United States », Oxford University Press, New York.
- WINDOLF, Paul / BEYER, Jürgen (1996)** : « Co-operative Capitalism - Corporate Networks in Germany and Britain », in : *British Journal of Sociology*, vol. 47, n° 2, pp. 205-231.
- WINDOLF, Paul / NOLLERT, Michael (2001)** : « Institutionen, Interessen, Netzwerke - Unternehmensverflechtung im internationalen Vergleich », in : *Politische Vierteljahrszeitschrift*, vol. 42, n° 1, pp. 51-78.

- WINKLER, Heinrich A. (1973)** : « Einleitende Bemerkungen zu Hilferdings Theorie des Organisierten Kapitalismus », in : H. Winkler (Éd.), *Organisierter Kapitalismus*, Vandenhoeck & Ruprecht, Göttingen, pp. 9-18.
- WIRTZ, Peter (2000)** : « Mental Patterns, Corporate Finance and Institutional Evolution: The Case of the French Corporate Governance System », in : *working paper*, FARGO.
- WIRTZ, Peter (2006)** : « Compétences, conflits et création de valeur : vers une approche intégrée de la gouvernance », in : *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, n° 2, pp. 187-221.
- WOOLDRIDGE, Jeffrey M. (2002)** : *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press, Cambridge & Londres.
- WONG, Gilbert Y. (1996)** : « Business groups in dynamic environment: Hong Kong 1976-1986 », in : G. Hamilton (Éd.), *Asian Business Networks*, de Gruyter, New York, pp. 87-114.
- WRIGHT, Erik O. / CHO, Donmoon (1992)** : « The Relative Permeability of Class Boundaries to Cross-Class Friendships : A Comparative Study of the United States, Canada, Sweden, and Norway », in : *American Sociological Review*, vol. 57, n° 1, pp. 85-102.
- WRUCK, Karen Hopper (1989)** : « Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 23, pp. 3-28.
- YAFEH, Yishay / YOSHA, Oved (2003)** : « Large Shareholders and Banks: Who Monitors and How? », in : *Economic Journal*, vol. 113, n° 484, pp. 128-146.
- YEO, Hee-Jung / POCHET, Christine / ALCOUFFE, Alain (2003)** : « CEO Reciprocal Interlocks in French Corporations », in : *Journal of Management and Governance*, vol. 7, pp. 87-108.
- YERMACK, David (1996)** : « Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 40, n° 2, pp. 185-211.
- YERMACK, David (2004)** : « Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors », in : *Journal of Finance*, vol. 59, n° 5, pp. 2281-2308.
- YERMACK, David (2006)** : « Flights of Fancy: Corporate Jets, CEO Perquisites, and Inferior Shareholder Returns », in : *Journal of Financial Economics*, vol. 80, n° 1, pp. 211-242.
- ZACCARO, Stephen J. / DOBBINS, Gregory H. (1989)** : Contrasting Group and Organizational Commitment: Evidence for Differences among Multilevel Attachments, in : *Journal of Organizational Behavior*, vol. 10, n° 3, pp. 267-273.
- ZAHRA, Shaker A. / PEARCE II, John A. (1989)** : « Boards of Directors and Financial Performance: A Review and Integrative Model », in : *Journal of Management*, vol. 15, n° 2, pp. 291-334.
- ZALD, Mayer N. (1967)** : « Urban Differentiation, Characteristics of Board of Directors, and Organizational Effectiveness », in : *American Journal of Sociology*, vol. 73, n° 3, pp. 261-272.
- ZEITLIN, Maurice (1974)** : « Corporate Ownership and Control: The Large Corporation and the Capitalist Class », in : *American Journal of Sociology*, vol. 79, n° 5, pp. 1073-1119.
- ZEITLIN, Maurice / EWEN, Lynda A. / RATCLIFF, Richard E. (1974)** : « 'New Princes' for Old? The Large Corporation and the Capitalist Class in Chile », in : *American Journal of Sociology*, vol. 80, n° 1, pp. 87-123.
- ZERBIB, Patrick / LUCIER, Chuck / SPIEGEL, Éric / SCHUYT, Rob (2002)** : « Grand patron, un métier à haut risque », in : *L'Expansion Management Review*, n° 106.
- ZIEGLER, Rolf (1984)** : « Das Netz der Personen- und Kapitalverflechtungen deutscher und österreichischer Wirtschaftsunternehmen », in : *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, vol. 36, pp. 585-614.

- ZIEGLER, Rolf / BENDER, Donald / BIEHLER, Hermann (1985)** : « Industry and Banking in the German Corporate Network », in : F. Stokman *et al.*(Éds.), *Networks of Corporate Power - A Comparative Analysis of Ten Countries*, Polity Press, Cambridge, pp. 91-111.
- ZINGALES, Luigi (1994)** : « The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience », in : *Review of Financial Studies*, vol. 7, n° 1, pp. 125-148.

Références sur les codes et recommandations de gouvernance

AFEP-CNPF (1995) : *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, appelé Rapport Viénot I, Association Française des Entreprises Privées et Conseil National du Patronat Français.

AFEP-MEDEF (1999) : *Rapport du comité sur le gouvernement*, appelé Rapport Viénot II, Association Française des Entreprises Privées – Mouvement des Entreprises de France.

AFEP-MEDEF (2002) : *Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées*, appelé Rapport Bouton, Association Française des Entreprises Privées – Mouvement des Entreprises de France.

AFEP-MEDEF (2003) : *Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées : Principes de gouvernement d'entreprise résultant de la consolidation des rapports conjoints de l'Association Française des Entreprises Privées – Mouvement des Entreprises de France de 1995, 1999 et 2002.*

AFEP-MEDEF (2008) : *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, Association Française des Entreprises Privées – Mouvement des Entreprises de France.

AFG (1998) : *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise*, Association Française de la Gestion Financière, préconisations modifiées en 2001 et 2004.

AFG (2008) : *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise*, Association Française de la Gestion Financière.

CADBURY-Report (1992) : *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, consulté le 21.09.2006 sur le site Internet : www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=132.

Council of Institutional Investors (2003) : *Corporate Governance Policy*, consulté le 12.05.2007 sur le site Internet : www.cii.org/policies/corpgovernance.htm.

Corporate Governance Grundsätze (2000) : in : *Aktiengesellschaft*, vol. 3, pp. 109-113.

Deutscher Corporate Governance Kodex (2002) : in : *Aktiengesellschaft*, vol. 4, pp. 236-239.

Deutscher Corporate Governance Kodex (2003), version du 21 mai 2003, consulté le 10.07.2007 sur le site Internet : www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=43.

Deutscher Corporate Governance Kodex (2005), version du 02 juin 2005, consulté le 10.07.2007 sur le site Internet : www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=193.

Deutscher Corporate Governance Kodex (2006), version du 12 juin 2006, consulté le 10.07.2007 sur le site Internet : www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=207.

Deutscher Corporate Governance Kodex (2007), version du 14 juin 2007, consulté le 10.08.2009 sur le site Internet : www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=217.

Deutscher Corporate Governance Kodex (2008), version du 06 juin 2008, consulté le 10.08.2009 sur le site Internet : www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=237.

German Code of Corporate Governance (2000), in : *Der Betrieb*, vol. 32, pp. 1573-1581.

HEIDRICK / STRUGGLES (1990) : *The Changing Board*, Chicago, Heidrick & Struggles.

KonTraG (1998) : *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*, consulté le 21.09.2006 sur le site Internet : http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=49.

KORN / FERRY (2006) : *32nd Annual Board of Directors Study*, Korn/Ferry International.

National Association of Corporate Directors (1996) : *NACD Blue Ribbon Commission Report on Director Professionalism*.

OCDE (1998) : *OECD-Grundsätze der Corporate Governance*, publiés et analysés par U. Seibert (1999), in : *Aktiengesellschaft*, vol. 8, p. 337-350.

Vade-mecum (2005) : Institut Français des Administrateurs, IFA, Paris.

Autres références

Aktiengesetz (AktG)

loi allemande sur les sociétés anonymes

Betriebsverfassungsgesetz (BetrVG)

loi allemande sur l'organisation interne dans les entreprises

Companies Act de 2006

loi britannique sur les sociétés

Code de Commerce, 100e édition, édition 2005, Éditions Dalloz, Paris.

Einführungsgesetz zum Aktiengesetz (EGAktG)

loi introductrice relative à la loi allemande sur les sociétés anonymes

Gesetz über die Drittelbeteiligung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat (DrittelbG)

loi allemande sur la participation à hauteur d'un tiers des salariés

Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer (MitbestG)

loi allemande sur la cogestion des salariés

Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten und Vorständen der Unternehmen des Bergbaus und der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie (MontanMitbestG)

loi allemande sur la cogestion des salariés dans les entreprises minières et sidérurgiques

Gesetz zur Ergänzung des Gesetzes über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten und Vorständen der Unternehmen des Bergbaus und der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie (MitbestErgG)

loi complémentaire à la loi allemande sur la cogestion des salariés dans les entreprises minières et sidérurgiques

Ordengesetz (OrdenG)

loi allemande sur les titres honorifiques, les ordres et les médailles

Abréviations

AG	-	<i>Aktiengesellschaft</i> Société anonyme de droit allemand
AMF	-	Autorité des marchés financiers
BDI	-	<i>Bundesverband der Deutschen Industrie</i> Association Fédérale de l'Industrie Allemande
CA	-	Conseil d'administration
CAC	-	Cotation des actions en continu
cf.	-	<i>confer</i>
CS	-	Conseil de surveillance
DAX	-	<i>Deutscher Aktienindex</i>
EBITDA	-	<i>Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
ENA	-	École Nationale d'Administration
ERT	-	<i>European Round Table of Industrialists</i>
ESCP	-	École Supérieure de Commerce de Paris
ESSEC	-	École Supérieure des Sciences Économiques et Commerciales
et al.	-	<i>et alii</i>
EVA	-	<i>Economic Value Added</i>
HEC	-	École des Hautes Études Commerciales
GmbH	-	<i>Gesellschaft mit beschränkter Haftung</i> Société à responsabilité limitée de droit allemand
ibid.	-	<i>ibidem</i>
IFA	-	Institut Français des Administrateurs
ISIN	-	<i>International Securities Identification Number</i>
KGaA	-	<i>Kommanditgesellschaft auf Aktien</i> Société en commandite par actions de droit allemand
M	-	Millions
Md	-	Milliards
MEDAF	-	Modèle d'équilibre des actifs financiers
MVA	-	<i>Market Value Added</i>
NV	-	<i>Naamloze Vennootschaap</i> Société anonyme de droit néerlandais
OCDE	-	Organisation de coopération et de développement économiques

OPA	-	Offre publique d'achat
PIB	-	Produit intérieur brut
PDG	-	Président-directeur général
RDA	-	République démocratique allemande
RF	-	République française
RFA	-	République fédérale d'Allemagne
RoA	-	<i>Return on assets</i>
SA	-	Société anonyme
SCA	-	Société en commandite par actions
SpA	-	Società per azioni Société anonyme de droit italien
vs.	-	versus

Liste des figures

Figure 1 :	Modèle de recherche global proposé.....	35
Figure 2 :	Les relations directes.....	52
Figure 3 :	Les relations indirectes de premier rang.....	55
Figure 4 :	Les relations indirectes de second rang.....	56
Figure 5 :	Les relations indirectes de troisième rang.....	57
Figure 6 :	Les relations indirectes supplémentaires.....	58
Figure 7 :	Les participations financières simples.....	61
Figure 8 :	Les participations financières croisées.....	62
Figure 9 :	Les participations financières pyramidales.....	63
Figure 10 :	Les participations financières circulaires.....	64
Figure 11 :	Structure du cœur financier français en 1996.....	109
Figure 12 :	L'évolution de la présence de « mandataires réseau » au sein des organes de contrôle des entreprises françaises cotées entre 1992 et 2003.....	126
Figure 13 :	Structure du cœur financier allemand en 1985.....	144
Figure 14 :	Structure du cœur de de la « <i>Deutschland AG</i> » en 2001.....	158
Figure 15 :	Structure de capital et financement d'investissements des sociétés américaines non financières entre 1951 et 1996.....	204
Figure 16 :	Mécanismes de contrôle internes et externes.....	207
Figure 17 :	Les différentes perspectives d'analyses.....	235
Figure 18 :	Structure de financement et financement d'investissements desociétés américaines non financières entre 1951 et 1996.....	313
Figure 19 :	Modèle de recherche global proposé	329
Figure 20 :	Construction de la théorie synthétique de la gouvernance.....	333
Figure 21 :	Modèle de recherche global proposé – la perspective disciplinaire.....	346
Figure 22 :	Modèle de recherché global proposé – la perspective cognitive.....	357
Figure 23 :	Les voies d'intervention cognitive.....	358
Figure 24 :	Les relations entre capital humain, capital social et capital intellectuel.....	377
Figure 25 :	Modèle de recherche global proposé : les variables médiatrices.....	382
Figure 26 :	Modèle de recherche global proposé : les variables de contrôle.....	392
Figure 27 :	Procédure prévue au niveau des tests empiriques.....	415
Figure 28 :	Rappel du modèle de recherche proposé.....	416
Figure 29 :	Structure des hypothèses de recherche proposées.....	417
Figure 30 :	Calcul de la variable explicative « VAC ».....	436

Figure 31 :	Calcul de la variable explicative « RCP ».....	437
Figure 32 :	Évolution du cumul de mandats de direction et de contrôle externes.....	457
Figure 33 :	Liens interconseils établis par la présence d'administrateurs à fonction exécutive externe : l'analyse de l'échantillon global en 2005.....	458
Figure 34 :	Liens interconseils établis par l'échange d'administrateurs « ordinaires » : l'analyse de l'échantillon global en 2005	459
Figure 35 :	Évolution des valeurs comptables et boursières des firmes françaises et allemandes.....	475
Figure 36 :	Taille des organes de contrôle du CAC 40 et du DAX 30 en 2005.....	478
Figure 37 :	Fréquence de réunions des organes de contrôle en 2005.....	480
Figure 38 :	Répartition des comités spécialisés par les sociétés en 2005.....	482
Figure 39 :	Évolution du cumul de mandats de direction et de contrôle externes.....	488
Figure 40 :	Liens établis par les administrateurs occupant des fonctions exécutives externes : portrait du CAC 40 en 2005.....	490
Figure 41 :	Liens établis par les administrateurs occupant des fonctions exécutives externes : portrait du CAC 40 en 2005 sans groupes financiers.....	491
Figure 42 :	Liens établis par l'échange d'administrateurs « ordinaires » : portrait du CAC 40 en 2005.....	492
Figure 43 :	Liens établis par l'échange d'administrateurs « ordinaires » : portrait du CAC 40 en 2005 sans groupes financiers.....	493
Figure 44 :	Liens établis par les administrateurs occupant des fonctions exécutives externes : portrait du DAX 30 en 2005.....	494
Figure 45 :	Liens établis par les administrateurs occupant des fonctions exécutives externes : portrait du DAX 30 en 2005 sans groupes financiers.....	495
Figure 46 :	Liens établis par l'échange d'administrateurs « ordinaires » : portrait du DAX 30 en 2005.....	496
Figure 47 :	Liens établis par l'échange d'administrateurs « ordinaires » : portrait du DAX 30 en 2005 sans groupes financiers.....	497
Figure 48 :	Répartition des administrateurs en 2005selon leur âge.....	507
Figure 49 :	Répartition des administrateurs en 2005 selon leur nationalité.....	510
Figure 50 :	L'importance des Grandes Écoles dans le monde des « cumulards ».....	512
Figure 51 :	Le réseau des administrateurs multimandats diplômés par l'ÉNA : portrait du CAC 40 en 2005.....	514
Figure 52 :	Le réseau des administrateurs multimandats diplômés par l'École Polytechnique : portrait du CAC 40 en 2005.....	515
Figure 53 :	Les champs des travaux doctoraux des « cumulards » allemands.....	516
Figure 54 :	Les diplômes des « cumulards » allemands ne disposant pas de doctorat....	517
Figure 55 :	Le réseau des « cumulards » membres de l'ERT : portrait du CAC 40 et du DAX 30 en 2005.....	524

Figure 56 :	Procédure des tests de sélection de la méthode de <i>panel</i> à appliquer	547
Figure 57 :	Modèle de recherche global proposé.....	650

Liste des tableaux

Tableau 1 :	Modes organisationnels des sociétés du CAC en 2005.....	70
Tableau 2 :	Nature et formes de contrôle des 200 premières sociétés françaises en 1971.....	102
Tableau 3 :	Sorties des Grands Corps entre 1958 et 1974.....	104
Tableau 4 :	Matrice des liens personnels directs et indirects du cœur de réseau en 1985.....	113
Tableau 5 :	Développement financier des plus grandes économies lors du XX ^e siècle.....	116
Tableau 6 :	Évolution de la quote-part de capital des sociétés du CAC 40 détenue par les investisseurs non résidents entre 1997 et 2006.....	123
Tableau 7 :	Les relations de capital des principaux groupes du secteur financier avec les plus grandes entreprises allemandes en 1980.....	139
Tableau 8 :	Les liens interconseils des plus grandes entreprises allemandes entretenant des relations de capital avec le secteur financier en 1980.....	140
Tableau 9 :	Les liens interconseils des plus grandes banques allemandes en 1984.....	143
Tableau 10 :	Les relations de capital des principaux groupes du secteur financier avec les plus grandes entreprises allemandes en 1990.....	145
Tableau 11 :	Les liens interconseils des plus grandes entreprises allemandes entretenant des relations de capital avec le secteur financier en 1990.....	147
Tableau 12 :	Les droits de vote contrôlés par les banques <i>leaders</i> du cœur financier en 1992.....	150
Tableau 13 :	Les liens interfirmes des groupes <i>Deutsche Bank</i> et <i>Allianz</i> entre 1980 et 2002.....	153
Tableau 14 :	Évolution des structures de propriété et des liens interfirmes des 100 premières entreprises allemandes entre 1980 et 2002.....	155
Tableau 15 :	Les recommandations des codes de gouvernance quant aux liens personnels.....	163
Tableau 16 :	Les déterminants des liens personnels : les caractéristiques générales de la firme.....	183
Tableau 17 :	Les déterminants des liens personnels : les caractéristiques de l'organe de contrôle.....	189
Tableau 18 :	Les déterminants des liens personnels : les caractéristiques des mandataires sociaux.....	195
Tableau 19 :	L'impact des liens personnels sur la performance : les résultats des études disciplinaires réalisées aux États-Unis.....	244
Tableau 20 :	L'impact des liens personnels sur la performance : les résultats des études disciplinaires réalisées en France.....	251
Tableau 21 :	L'impact des liens personnels sur la performance : les résultats des études disciplinaires réalisées en Allemagne.....	256

Tableau 22 :	L'impact des liens personnels sur la performance : les résultats des études disciplinaires réalisées dans d'autres pays.....	259
Tableau 23 :	L'impact des liens personnels sur la performance : les résultats des études sociostratégiques réalisées aux États-Unis.....	287
Tableau 24 :	L'impact des liens personnels sur la performance : les résultats des études sociostratégiques réalisées en France.....	291
Tableau 25 :	L'impact des liens personnels sur la performance : les résultats des études sociostratégiques réalisées en Allemagne.....	294
Tableau 26 :	L'impact des liens personnels sur la performance : les résultats des études sociostratégiques réalisées dans d'autres pays.....	297
Tableau 27 :	Quote-part des firmes de pays sélectionnés ayant un capital dispersé.....	314
Tableau 28 :	La charge de temps d'un « cumulard » : le cas de Manfred SCHNEIDER..	348
Tableau 29 :	L'application des recommandations relatives au temps à consacrer à l'exercice d'un mandat de contrôle : le cas de Manfred SCHNEIDER.....	349
Tableau 30 :	Les compétences d'un « cumulard » : le cas de Manfred SCHNEIDER.....	354
Tableau 31 :	La présence d'administrateurs « cumulards » et l'accès privilégié à l'information et à la connaissance de firmes choisies.....	361
Tableau 32 :	Liste des administrateurs « cumulards » membres de l'ERT en 2005.....	364
Tableau 33 :	Liste des administrateurs « cumulards » allemands occupant en 2005 une fonction de professeur honoraire.....	366
Tableau 34 :	Quote-part des cadres-dirigeants du DAX 30 titulaires d'un doctorat.....	371
Tableau 35 :	Recoupement des liens personnels et financiers en Europe.....	396
Tableau 36 :	Récapitulatif des hypothèses de recherche à tester.....	418
Tableau 37 :	Historique de la composition du CAC 40 entre 2001 et 2005.....	423
Tableau 38 :	Historique de la composition du DAX 30 entre 2001 et 2005.....	424
Tableau 39 :	Les données de gouvernance recensées.....	425
Tableau 40 :	Les données récoltées sur les mandataires sociaux.....	426
Tableau 41 :	Identification des « cumulards » dans l'échantillon global.....	427
Tableau 42 :	Données recensées sur les compétences et expériences professionnelles des administrateurs multimandats.....	428
Tableau 43 :	Données financières et comptables recueillies.....	429
Tableau 44 :	Mesures de performance retenues dans les études identifiées portant sur l'incidence des liens interconseils sur la création de valeur.....	432
Tableau 45 :	Récapitulatif des fonctions professionnelles décomptées.....	439
Tableau 46 :	Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables disciplinaires.....	441
Tableau 47 :	Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables cognitives : l'accès privilégié à l'information et à la connaissance.....	444
Tableau 48 :	Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables cognitives : l'apport de compétences généralistes et spécifiques.....	447

Tableau 49 : Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables cognitives : la combinaison et l'exploitation des apports par les « cumulards »	448
Tableau 50 : Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables médiatrices.....	449
Tableau 51 : Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables de contrôle.....	450
Tableau 52 : Caractéristiques des firmes composant l'échantillon global en 2005.....	453
Tableau 53 : Évolution des chiffres-clés des firmes de l'échantillon global.....	454
Tableau 54 : Évolution des liens personnels.....	455
Tableau 55 : Évolution des liens personnels distingués selon leur nature.....	456
Tableau 56 : Les liens personnels pluraux créés par l'envoi de plusieurs administrateurs à fonction exécutive d'une firme dans un organe de contrôle externe.....	460
Tableau 57 : Palmarès des entreprises de l'échantillon global disposant en 2005 des plus nombreux liens vers des équipes dirigeantes externes.....	461
Tableau 58 : Palmarès des entreprises de l'échantillon global disposant en 2005 des plus nombreux liens vers des organes de contrôle externes	462
Tableau 59 : Évolution du nombre de firmes accessibles grâce aux liens interconseils....	463
Tableau 60 : Évolution de la quote-part des « cumulards » et répartition selon le sexe....	464
Tableau 61 : Administrateurs féminins « cumulards » en 2005.....	465
Tableau 62 : Évolution de l'âge moyen des administrateurs.....	466
Tableau 63 : Origine des administrateurs.....	467
Tableau 64 : Évolution des fonctions occupées par les administrateurs.....	468
Tableau 65 : Évolution de la répartition des postes de contrôle occupés par les « cumulards »	470
Tableau 66 : Évolution du palmarès des « cumulards ».....	471
Tableau 67 : L'importance des « cumulards transfrontaliers ».....	472
Tableau 68 : Caractéristiques des firmes composant les échantillons nationaux en 2005	474
Tableau 69 : Évolution des chiffres-clés des firmes des échantillons nationaux.....	475
Tableau 70 : Évolution des modes organisationnels choisis.....	476
Tableau 71 : Évolution de la taille des organes de contrôle.....	477
Tableau 72 : Évolution de la fréquence de réunions des organes de contrôle.....	479
Tableau 73 : Évolution du nombre de comités consultatifs établis.....	481
Tableau 74 : Évolution du nombre de comités « actifs ».....	483
Tableau 75 : Évolution des liens personnels.....	484
Tableau 76 : Évolution des liens personnels distingués selon leur nature	486
Tableau 77 : Classement des sociétés relatif au nombre de liens personnels établis vers des équipes dirigeantes externes.....	498
Tableau 78 : Classement des sociétés relatif au nombre de liens personnels établis vers des organes de contrôle de sociétés du même indice boursier.....	500

Tableau 79 :	Évolution du nombre de firmes accessibles grâce aux liens interconseils...	502
Tableau 80 :	Évolution de la quote-part des « cumulards » et répartition selon le sexe...	504
Tableau 81 :	Évolution de l'âge moyen des administrateurs.....	506
Tableau 82 :	Les administrateurs les plus jeunes et les plus âgés en 2005.....	508
Tableau 83 :	Évolution de la quote-part des administrateurs étrangers.....	509
Tableau 84 :	Évolution du niveau de formation des administrateurs multimandats.....	511
Tableau 85 :	Évolution des fonctions occupées par les administrateurs.....	518
Tableau 86 :	Évolution de la répartition des postes de contrôle occupées par les « cumulards »	520
Tableau 87 :	Évolution de la longévité des « cumulards »	522
Tableau 88 :	Évolution de la quote-part des « cumulards » membres de l'ERT.....	523
Tableau 89 :	Évolution de la répartition des décorations nationales parmi les « cumulards »	525
Tableau 90 :	Évolution du pourcentage des « cumulards » siégeant dans une société dans laquelle ils occupent / ont occupé une fonction exécutive.....	526
Tableau 91 :	Évolution de la longévité des « cumulards »	528
Tableau 92 :	Évolution du palmarès des « cumulards »	530
Tableau 93 :	Tests de multicolinéarité : analyse de l'échantillon global.....	537
Tableau 94 :	Tests d'hétéroscédasticité : analyse de l'échantillon global.....	539
Tableau 95 :	Tests de normalité des résidus : analyse de l'échantillon global.....	540
Tableau 96 :	Les valeurs déviantes : analyse de l'échantillon global.....	541
Tableau 97 :	Tests de <i>pooling</i> : analyse de l'échantillon global.....	549
Tableau 98 :	Tests de <i>Breusch-Pagan</i> : analyse de l'échantillon global.....	551
Tableau 99 :	Tests d' <i>Hausman</i> : analyse de l'échantillon global.....	552
Tableau 100 :	Tests empiriques du sous-modèle I : l'échantillon global.....	555
Tableau 101 :	Tests empiriques du sous-modèle II : l'échantillon global.....	557
Tableau 102 :	Tests empiriques du sous-modèle III : l'échantillon global.....	559
Tableau 103 :	Tests empiriques du sous-modèle IV : l'échantillon global.....	562
Tableau 104 :	Tests empiriques du sous-modèle V : l'échantillon global.....	564
Tableau 105 :	Synthèse des résultats de l'analyse de l'échantillon global.....	571
Tableau 106 :	Synthèse de l'impact des variables explicatives dans l'échantillon global sur la création de valeur.....	578
Tableau 107 :	Tests de multicolinéarité : analyse des échantillons nationaux.....	580
Tableau 108 :	Tests d'hétéroscédasticité : analyse des échantillons nationaux.....	581
Tableau 109 :	Tests de normalité des résidus : analyse des échantillons nationaux.....	582
Tableau 110 :	Les valeurs déviantes : analyse des échantillons nationaux.....	583

Tableau 111 : Tests de <i>pooling</i> : analyse des échantillons nationaux.....	587
Tableau 112 : Tests de <i>Breusch-Pagan</i> : analyse des échantillons nationaux.....	588
Tableau 113 : Tests d' <i>Hausman</i> : analyse des échantillons nationaux.....	589
Tableau 114 : Tests empiriques du sous-modèle I sur la VAC : les échantillons nationaux.....	591
Tableau 115 : Tests empiriques du sous-modèle I sur la RCP : les échantillons nationaux.....	592
Tableau 116 : Tests empiriques du sous-modèle II sur la VAC : les échantillons nationaux.....	595
Tableau 117 : Tests empiriques du sous-modèle II sur la RCP : les échantillons nationaux.....	596
Tableau 118 : Tests empiriques du sous-modèle III sur la VAC : les échantillons nationaux.....	599
Tableau 119 : Tests empiriques du sous-modèle III sur la RCP : les échantillons nationaux.....	600
Tableau 120 : Tests empiriques du sous-modèle IV sur la VAC : les échantillons nationaux.....	604
Tableau 121 : Tests empiriques du sous-modèle IV sur la RCP : les échantillons nationaux.....	605
Tableau 122 : Tests empiriques du sous-modèle V sur la VAC : les échantillons nationaux.....	610
Tableau 123 : Tests empiriques du sous-modèle V sur la RCP : les échantillons nationaux.....	611
Tableau 124 : Synthèse des résultats de l'analyse de l'échantillon français.....	622
Tableau 125 : Synthèse des résultats de l'analyse de l'échantillon allemand.....	623
Tableau 126 : Synthèse de l'impact des variables explicatives dans les échantillons nationaux sur la création de valeur <i>ex ante</i>	633
Tableau 127 : Synthèse de l'impact des variables explicatives dans les échantillons nationaux sur la création de valeur <i>ex post</i>	634

Liste des annexes

Annexe 1 :	Liste des entreprises françaises retenues dans l'étude empirique.....	711
Annexe 2 :	Liste des entreprises allemandes retenues dans l'étude empirique.....	712

Annexe 1 : Liste des entreprises françaises retenues dans l'étude empirique

Raison sociale	ISIN	Statut juridique	Structure organisationnelle
Accor	FR0000120404	SA de droit français	duale
Assurances Générales de France	FR0000125924	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions
Air Liquide	FR0000120073	SA de droit français	duale depuis 11/2001, moniste à cumul de fonctions avant
Alcatel	FR0000130007	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions
Arcelor	LU0140205948	SA de droit français	moniste à fonctions séparées
AXA	FR0000120628	SA de droit français	duale
BNP Paribas	FR0000131104	SA de droit français	moniste à fonctions séparées depuis 06/2003, moniste à cumul de fonctions avant
Bouygues	FR0000120503	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions
Cap Gemini	FR0000125338	SA de droit français	moniste à fonctions séparées depuis 07/2002, moniste à cumul de fonctions avant
Carrefour	FR0000120172	SA de droit français	depuis 08/2005 duale, moniste à cumul de fonctions avant
Casino, Guichard-Perrachon	FR0000125585	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions depuis 03/2005, moniste à fonctions séparées depuis 09/2003, duale avant
Crédit Agricole	FR0000045072	SA de droit français	moniste à fonctions séparées
DANONE	FR0000120644	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions
Dexia	BE0003796134	SA de droit belge	moniste à fonctions séparées
EADS	NL0000235190	SA de droit néerlandais	moniste à fonctions séparées
Essilor International	FR0000121667	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions
France Télécom	FR0000133308	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions
LAFARGE	FR0000120537	SA de droit français	moniste à fonctions séparées depuis 05/2003, moniste à cumul de fonctions avant
Lagardère	FR0000130213	SCA de droit français	duale
L'Oréal	FR0000120321	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions
Louis Vuitton Moët Hennessy	FR0000121014	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions
CGE Michelin	FR0000121261	SA de droit français	duale
Pernod Ricard	FR0000120693	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions
Peugeot	FR0000121501	SA de droit français	duale
Pinault-Printemps-Redoute	FR0000121485	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions depuis 05/2005, duale avant
Publicis	FR0000130577	SA de droit français	duale
Renault	FR0000131906	SA de droit français	moniste à fonctions séparées depuis 02/2005, moniste à cumul de fonctions avant
Compagnie de Saint-Gobain	FR0000125007	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions
Sanofi-Aventis	FR0000120578	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions
Schneider Électric	FR0000121972	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions
Société Générale	FR0000120529	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions
STMicroelectronics	NL0000226223	SA de droit néerlandais	duale
SUEZ	FR0000120529	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions
Télévision Française 1	FR0000054900	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions
Thales	FR0000121329	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions
Thomson	FR0000184533	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions depuis 09/2004, moniste à fonction séparées depuis 12/2002, moniste à cumul de fonctions avant
TOTAL	FR0000120271	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions
Véolia Environnement	FR0000124141	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions depuis 04/2003, duale avant
VINCI	FR0000125486	SA de droit français	moniste à cumul de fonctions
Vivendi Universal	FR0000127771	SA de droit français	duale depuis 04/2005, moniste à cumul de fonctions avant

Source : rapports annuels des sociétés, ISIN = *International Securities Identification Number*

Annexe 2 : Liste des entreprises allemandes retenues dans l'étude empirique

Raison sociale	ISIN	Statut juridique	Structure organisationnelle
Adidas-Salomon	DE0005003404	SA de droit allemand	duale
Allianz	DE0008044005	SA de droit allemand	duale
ALTANA	DE0007600801	SA de droit allemand	duale
BASF	DE0005151005	SA de droit allemand	duale
Bayer	DE0005752000	SA de droit allemand	duale
Bayerische Motorenwerke	DE0005190003	SA de droit allemand	duale
Bayerische Hypo- und Vereinsbank	DE0008022005	SA de droit allemand	duale
Commerzbank	DE0008032004	SA de droit allemand	duale
Continental	DE0005439004	SA de droit allemand	duale
DaimlerChrysler	DE0007100000	SA de droit allemand	duale
Deutsche Bank	DE0005140008	SA de droit allemand	duale
Deutsche Börse	DE0005810055	SA de droit allemand	duale
Deutsche Lufthansa	DE0008232125	SA de droit allemand	duale
Deutsche Post	DE0005552004	SA de droit allemand	duale
Deutsche Telekom	DE0005557508	SA de droit allemand	duale
E.On	DE0007614406	SA de droit allemand	duale
Fresenius Medical Care	DE0005785802	SA de droit allemand	duale
Henkel	DE0006048432	SCA de droit allemand	duale particulière (conseil de surveillance + comité des sociétaires)
Infineon Technologies	DE0006231004	SA de droit allemand	duale
Linde	DE0006483001	SA de droit allemand	duale
MAN	DE0005937007	SA de droit allemand	duale
METRO	DE0007257503	SA de droit allemand	duale
Münchener Rückversicherung	DE0008430026	SA de droit allemand	duale
RWE	DE0007037129	SA de droit allemand	duale
SAP	DE0007164600	SA de droit allemand	duale
Schering	DE0007172009	SA de droit allemand	duale
Siemens	DE0007236101	SA de droit allemand	duale
ThyssenKrupp	DE0007500001	SA de droit allemand	duale
TUI	DE000TUAG000	SA de droit allemand	duale
Volkswagen	DE0007664005	SA de droit allemand	duale

Source: rapports annuels des sociétés, ISIN = *International Securities Identification Number*