



HAL
open science

**Le rôle et l'efficacité du conseil d'administration selon sa
sympathie à l'égard du dirigeant : le cas des firmes
françaises cotées**
Cédric van Appelghem

► **To cite this version:**

Cédric van Appelghem. Le rôle et l'efficacité du conseil d'administration selon sa sympathie à l'égard du dirigeant : le cas des firmes françaises cotées. Gestion et management. Université Grenoble Alpes, 2015. Français. NNT : 2015GREAG004 . tel-01412920

HAL Id: tel-01412920

<https://theses.hal.science/tel-01412920v1>

Submitted on 9 Dec 2016

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.

THÈSE

Pour obtenir le grade de

DOCTEUR DE L'UNIVERSITÉ GRENOBLE ALPES

Spécialité : **Sciences de gestion**

Arrêté ministériel : 7 août 2006

Présentée par

Cédric VANAPPELGHEM

Thèse dirigée par **Pascal LOUVET**

préparée au sein du **Laboratoire CERAG UMR 5820**
dans **l'École Doctorale 275 – Sciences de gestion**

Le rôle et l'efficacité du conseil d'administration selon sa sympathie à l'égard du dirigeant : le cas des firmes françaises cotées

Thèse soutenue publiquement le **27 mai 2015**,
devant le jury composé de :

Madame Géraldine BROYE

Professeur des Universités, EM Strasbourg, Rapporteur

Monsieur Peter WIRTZ

Professeur des Universités, Université Jean Moulin Lyon-III, Rapporteur

Monsieur Radu BURLACU

Professeur des Universités, Université Grenoble Alpes, Membre du jury

Monsieur Yves MARD

Professeur des Universités, Université d'Auvergne, Président du jury

Monsieur Pascal LOUVET

Professeur des Universités, Université Grenoble Alpes, Directeur de
recherche



REMERCIEMENTS

Ces trois années et demie de thèse furent tout à la fois éprouvantes et exaltantes. J'ai toujours eu un intérêt certain pour les choses de l'esprit, et c'est pourquoi la réalisation de cette thèse m'a permis d'assouvir en très grande partie cet intérêt. J'ai pu parfois me sentir bien seul dans cette aventure, mais ce sentiment de solitude a bien vite laissé place à une volonté féroce de réussite grâce à de nombreuses personnes que je souhaiterais à présent remercier.

Mes premiers remerciements vont à mon directeur de thèse, le professeur **Pascal Louvet**. Je tiens à lui exprimer toute ma gratitude pour sa disponibilité et tous les conseils qu'il a eu l'occasion de me transmettre bien qu'il ait été très occupé par ses fonctions de premier vice-président de l'Université Pierre Mendès-France. J'ai pu grâce à lui apprendre le métier de chercheur qui me fascinait depuis de très nombreuses années, et surtout savoir ce qu'était une recherche rigoureuse et de qualité.

Je tiens ensuite à remercier l'ensemble des membres de mon jury, les professeurs **Géraldine Broye, Peter Wirtz, et Yves Mard** d'avoir bien voulu accorder de l'attention à mes travaux. J'ose espérer que la lecture de ces derniers ne leur aura pas été trop désagréable.

Je souhaite également remercier très chaleureusement le directeur du Centre d'Etudes et de Recherches Appliquées à la Gestion (CERAG UMR 5820) le professeur **Radu Burlacu** ainsi que **Charles Piot** le directeur de l'école doctorale 275 en sciences de gestion de l'Université de Grenoble. J'ai pu grâce à eux bénéficier de conditions de travail plus que luxueuses, et c'est grâce à l'ensemble de leurs efforts que l'on peut aussi bien travailler. J'en profite également pour remercier **Marie-Christine Ulrych** dont la relève a été assurée avec succès par **Claire Escalon**, ainsi que **Florence Alberti, Brigitte Bois, et Yoan Gerbaud**. Leur travail a indirectement permis la réussite de mon travail.

Je ne sais comment montrer ma gratitude envers **Bernard Augier** et **Bertrand Quere**. Je tiens à les remercier pour toutes les conversations sans fin plus que passionnantes et stimulantes sur le plan intellectuel. Ils m'ont véritablement permis de poser des jalons tout au long de mes recherches.

Je remercie très chaleureusement **Véronique Blum-Garier** pour l'ensemble des conseils qu'elle m'a prodigués dans les derniers moments de la thèse, qui sont à la fois les plus difficiles mais aussi les plus excitants sur le plan moral. Ses relectures m'ont beaucoup apporté et m'ont permis d'améliorer mon travail.

Je remercie également l'ensemble des membres de l'axe comptabilité-finance du CERAG, à savoir **Ollivier Taramasco, Isabelle Girerd-Potin, Denis Dupré, Pascal Dumontier, Sonia Jimenez, Marie-Hélène Bihr, Patrice Fontaine, Geoffroy Enjolras**, et bien d'autres encore qui se reconnaîtront. Ils m'ont également donné de très bons conseils et m'ont soutenu lorsque j'en avais besoin.

Je remercie tous les doctorants tous axes confondus, dont le soutien m'a été très précieux tout au long de ces trois années et demie de thèse. Je pense notamment à **Mohammed Benlemlih, Muhammad Bitar, Julien de Benedictis, Omar Meharzi, Youssef Azzouzzi-Idrissi, Chebli Younes, Antonio Bayeh, Alain Guéniche, Sarah Beyrouthi, Wissal Ben Arfi, Shojun Li, François Wu, Gilbertine Ikili Ossana**, et tant d'autres compagnons de route. J'espère que leurs efforts seront récompensés du succès qu'ils méritent.

Enfin, mes remerciements les plus chaleureux vont à ma famille et tout particulièrement à ma mère. Je ne saurais comment les remercier pour leur sollicitude et leur patience.

Il y a un objet culturel qui va jouer un rôle essentiel dans la perception d'autrui: c'est le langage. Dans l'expérience du dialogue, il se constitue entre autrui et moi un terrain commun.

Merleau-Ponty, Phénoménologie de la perception

Ainsi la connaissance que nous avons des autres hommes est fort sujette à l'erreur si nous n'en jugeons que par les sentiments que nous avons de nous-mêmes.

Malebranche, De la recherche de la Vérité

Pour obtenir une vérité quelconque sur moi, il faut que je passe par l'autre.

Sartre, L'existentialisme est un humanisme

Par conséquent, à la façon dont nous regardons dans un miroir quand nous voulons voir notre visage, quand nous voulons apprendre à nous connaître, c'est en tournant nos regards vers notre ami que nous pourrions nous découvrir, puisqu'un ami est un autre soi-même.

Aristote, Ethique à Nicomaque.

INTRODUCTION GENERALE

Avant-propos

Le début des années 2000 a vu la chute de géants de l'économie américaine tels que Worldcom ou Enron du fait de fraudes comptables massives commises par les dirigeants de ces firmes ainsi que les membres de l'équipe de gestion avec la complicité des membres du conseil d'administration. Le cas d'Enron est le plus emblématique en la matière. Avant sa chute, cette société était considérée comme un véritable modèle de gestion. Cependant, l'éclatement de la bulle internet a conduit à la chute du cours des actions de la firme qui servaient de collatéraux à des emprunts. De ce fait, la firme n'a pas pu rembourser ses emprunts et a dû se déclarer en faillite. De tels emprunts qui finançaient des opérations de diversification hasardeuses dans des secteurs d'activités n'ayant rien à voir avec le métier d'origine d'Enron ont pu être contractés du fait de fraudes comptables de grande ampleur. Enron a notamment mis en place des filiales d'échange de produits dérivés. De telles fraudes comptables ont pu être mises en place grâce aux membres du conseil d'administration qui coopéraient avec le dirigeant de l'époque, Kenneth Lay, ainsi que le directeur financier de la firme, Jeffrey Skilling. Ces deux membres de l'équipe de direction entretenaient de nombreuses relations sociales avec des membres du conseil d'administration. De même, les opérations de diversifications d'Enron ont pu se faire dans la mesure où la firme bénéficiait d'appuis politiques puissants. En effet, la firme a pu agir ainsi avec l'aide du sénateur du Texas de l'époque, dont l'épouse était à la tête de l'organisation de contrôle des produits dérivés financiers. A la suite de ces scandales a été promulguée la loi Sarbanes-Oxley en 2002. Cette dernière incitera les firmes à faire preuve de davantage de discipline en matière de divulgations comptables ainsi qu'en matière de gouvernance d'entreprise. Elle prévoit notamment que le dirigeant et le directeur financier sont tous deux responsables des comptes divulgués par la firme aux actionnaires. De même, toute falsification des comptes est punie par un million de dollars d'amende ou dix ans de réclusion. Le cas d'Enron illustre parfaitement les abus auxquels peuvent conduire l'existence de relations sociales entre dirigeants et administrateurs. Il n'est cependant pas unique. En effet, au même moment, une firme française du nom de Vivendi Universal devait faire face à des déboires similaires mais n'allait cependant pas disparaître. Tout commença lorsque Jean-Marie Messier fut nommé à la tête de la firme qui s'appelait alors Compagnie Générale des Eaux (CGE). Ce dernier est polytechnicien, énarque, et inspecteur des finances. Avant d'entrer à la CGE, ce dernier a

occupé de nombreux postes au sein de la haute administration française, ainsi qu'au sein de la banque d'affaires Lazard. C'est alors qu'il entre en relation avec Guy Dejouany, président directeur général de la CGE, avec qui la banque est en affaires. Tout comme Jean-Marie Messier, ce dernier est polytechnicien. A la fin de son mandat, Guy Dejouany choisit alors comme successeur Jean-Marie Messier. Une fois à la tête de la CGE, Jean-Marie Messier décide alors de modifier en profondeur la firme. Pour commencer, il choisit de renommer la firme Vivendi. Il décide alors de diversifier la firme en se lançant dans une campagne d'acquisitions dans le domaine des technologies de l'information et de la communication. Il profite ainsi de la bulle internet alors en expansion. Parallèlement à cela, il fait l'acquisition de nombreux autres actifs dans les domaines de la boisson et du divertissement. A partir de 2001, les difficultés commencent avec l'éclatement de la bulle internet. Il se voit alors contraint de lancer de vastes plans de licenciement. Les acquisitions entreprises par Jean-Marie Messier se sont révélées coûteuses et ont totalement anéanti les réserves de liquidités alors accumulées par la CGE. A la suite de cela, Jean-Marie Messier démissionne et Jean-René Fourtou, polytechnicien également, lui succède pour restructurer la firme. Les deux cas précédents illustrent parfaitement le risque de collusion entre dirigeants et administrateurs ainsi que ses conséquences les plus extrêmes, à savoir la fraude puis la faillite pure et simple, auxquels peuvent conduire l'entretien de relations sociales entre dirigeants et administrateurs. En effet, dans bon nombre de cas beaucoup moins médiatisés, l'existence de relations entre dirigeants et administrateurs peut s'avérer très bénéfique, voire essentielle au succès d'un projet. L'échange d'informations entre dirigeants et administrateurs est ainsi facilité du fait de la confiance existant entre ces derniers. Il en est de même pour l'accès aux ressources. Nous pensons notamment à la fusion de Gaz de France avec le groupe Suez en 2008. Officiellement, une telle fusion s'est faite pour contrer une offre publique d'achat hostile du groupe italien Enel sur Suez. Pour éviter que le groupe Suez soit acquis par Enel, l'Etat a demandé à Gaz de France de se poser en chevalier blanc en se substituant à Enel dans le rachat de Suez. L'opération a été un succès. Cela a été facilité par le fait que Gérard Mestrallet alors directeur général de Suez et Jean-François Cirelli alors directeur général de Gaz de France étaient tous deux issus de l'ENA, ainsi que de nombreux autres membres des conseils d'administration des deux firmes. Nous voyons donc que l'on ne peut affirmer facilement quel sera l'effet des relations sociales sur les choix stratégiques de la firme ainsi que sur ses résultats.

Les enjeux de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la politique financière et la performance de la firme

Comme nous avons pu voir précédemment, il est impossible de savoir à première vue quelles sont les conséquences de la présence de connaissances du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la firme. La question fondamentale que l'on peut se poser concerne l'efficacité de la gouvernance lorsque le conseil d'administration est en sympathie avec le dirigeant. Cependant, nous devons tout d'abord rappeler qu'il existe deux visions de la gouvernance. Ces deux visions sont la gouvernance partenariale et la gouvernance actionnariale. La vision de la gouvernance partenariale conçoit la firme comme un ensemble de contrats établis avec de nombreuses parties prenantes. Ces parties prenantes sont bien évidemment les actionnaires, les créanciers, mais également les salariés, les clients et les fournisseurs de la firme ainsi que l'Etat et la société dans son ensemble. De plus en plus, on conçoit également les générations futures comme des parties prenantes de la firme. Selon cette conception de la gouvernance d'entreprise, la firme est ainsi au centre d'un nœud de contrats avec l'ensemble de ces parties prenantes. Le dirigeant doit ainsi honorer l'ensemble des contrats explicites ou implicites passés avec ces parties prenantes de la firme. De ce fait, le conseil d'administration est chargé de s'assurer que le dirigeant respecte bien l'ensemble de ces contrats. Cela passe par un rôle de surveillance, mais également de conseil et d'accompagnement. En revanche, la vision actionnariale de la gouvernance de la firme se concentre sur les actionnaires. Les actionnaires sont conçus comme les parties prenantes les plus importantes de la firme. Le dirigeant est alors vu comme un simple agent devant maximiser la richesse de ces actionnaires. Ainsi, du point de vue de la gouvernance actionnariale, le conseil d'administration est chargé de veiller à ce que le dirigeant maximise la richesse des actionnaires. Il possède également un rôle actif de conseil pour que le dirigeant puisse choisir les meilleurs projets d'investissement. Cependant, on ne peut pas déterminer dans quelle mesure le conseil d'administration est un outil de surveillance disciplinaire ou d'accompagnement stratégique.

Les différentes caractéristiques du conseil d'administration jouent un rôle déterminant dans la réalisation de ses différentes tâches. Ces caractéristiques sont la structure (conseil d'administration simple ou directoire et conseil de surveillance chargé de surveiller les choix du directoire), la taille autrement dit le nombre d'administrateurs, et enfin la composition. Chacune des caractéristiques précédentes est fondamentale pour déterminer l'efficacité du

travail effectué par le conseil d'administration. Récemment, un courant théorique est venu expliquer de quelle façon la taille et la composition du conseil d'administration se mettaient en place suivant les caractéristiques de la firme, notamment ses coûts d'accès à l'information (Raheja, 2005 ; Adams et Ferreira, 2007 ; Harris et Raviv, 2008). Selon ces travaux, le conseil d'administration accroît la part de ses administrateurs informés connaissant bien la firme et ses caractéristiques lorsque cette dernière fait face à un regain d'incertitude. Lorsque la firme doit faire face à des coûts informationnels importants, alors la présence d'administrateurs bien informés permettra une plus grande efficacité du conseil d'administration et sera profitable aux actionnaires. L'efficacité du travail du conseil d'administration est fondamentale dans la mesure où elle permet la mise en place de contrats efficaces entre la firme et les actionnaires. Or on sait que la mise en place de tels contrats avec les actionnaires est déterminante dans la mise en place d'une politique financière et la création de valeur. Parmi les différentes caractéristiques du conseil d'administration précédemment citées, la composition de ce dernier est la plus importante pour bien comprendre la mise en place d'une politique financière donnée. La composition du conseil d'administration est le plus souvent étudiée à l'aune de l'indépendance telle que définie par les codes de bonne gouvernance en vigueur au sein de chaque pays. En France, un administrateur est considéré comme indépendant lorsqu'il n'est pas salarié de la firme ou d'une de ses filiales, lorsqu'il n'est ni client, ni fournisseur, ni banquier d'affaire de la firme au sein de laquelle il est administrateur, lorsqu'il n'a pas de liens familiaux proches avec le dirigeant, lorsqu'il n'a pas été commissaire aux comptes au cours des cinq années précédentes, et enfin lorsqu'il n'a pas été administrateur de la firme depuis plus de douze ans. Cependant, nous pensons qu'un tel critère de composition est réducteur. En effet, il ne tient pas compte des éventuelles relations sociales existant entre dirigeants et administrateurs. Un tel critère est ainsi basé sur le postulat selon lequel les administrateurs qualifiés d'indépendants au regard des codes de gouvernance respecteront scrupuleusement les consignes qui leur auront été données dans le cadre de leur mandat d'administrateur en mettant de côté leur ressenti vis-à-vis du dirigeant. Or il est très peu probable qu'un tel comportement puisse exister, d'autant plus que les relations entre dirigeants et administrateurs impliquent des liens de solidarité forts comme c'est le cas en France lorsque dirigeants et administrateurs appartiennent aux mêmes réseaux d'anciens étudiants. Très souvent, les dirigeants et membres des conseils d'administration français se connaissent et sont solidaires. En effet, ces derniers sont pour la plupart issus de l'École Polytechnique, de l'École Nationale d'Administration (ENA), et de l'école des Hautes Etudes Commerciales (HEC). D'après le classement Alma Mater Index Global Executive, les

institutions ayant attribué un diplôme au plus grand nombre de dirigeants à travers le monde sont ces trois institutions. Polytechnique est quatrième au sein de ce classement, tandis qu'HEC et l'ENA sont respectivement cinquième et sixième. Plus précisément, d'après Joly (2012), en 2011 et sur les 35 dirigeants du CAC 40, 12 sont issus de Polytechnique, 9 sont diplômés d'HEC, et 10 sont diplômés de l'ENA. Le fait que la plupart des dirigeants soient issus de seulement trois écoles différentes est une très forte spécificité française. En outre les dirigeants français sont le plus souvent diplômés d'au moins deux grandes écoles, dont au moins une précédemment citée. Il existe également en France de très nombreuses passerelles entre le secteur public et le secteur privé, notamment lorsque l'on s'élève dans la hiérarchie des plus grandes entreprises. Une telle configuration socio-économique se retrouve au sein du conseil d'administration. Sa composition sera le reflet de cette configuration socio-économique. De ce fait, il est très fortement probable que la solidarité très forte existant entre le dirigeant et ses relations sociales au sein du conseil d'administration ne soit pas sans conséquences sur le processus contractuel au sein du conseil d'administration entre le dirigeant et les actionnaires.

Une telle connivence au sein du conseil d'administration entre le dirigeant et les administrateurs est d'ordinaire mal perçue par les médias français. Cependant, comme nous avons pu le voir dans le cas de la fusion Gaz de France-Suez, l'existence de relations sociales entre dirigeants et administrateurs peut s'avérer décisive pour la réussite d'un projet. La littérature en gouvernance d'entreprise évolue également et ne se place plus seulement dans une pure perspective d'agence en considérant comme fondamentalement nuisible toute forme de relation entre le dirigeant et les administrateurs. Certains travaux vont même plus loin. Ainsi, Adams et Ferreira (2007) suggèrent que le conseil d'administration soit composé d'administrateurs sympathiques envers le dirigeant. Les auteurs expliquent que le dirigeant pourra plus aisément communiquer de l'information avec des personnes susceptibles de le comprendre et de le conseiller au mieux, sans pour autant avoir à redouter un jugement défavorable ou une sanction disciplinaire. Cela établit un climat de confiance au sein du conseil d'administration, et le dirigeant peut ainsi plus aisément transmettre ses informations aux administrateurs lui étant favorables qui informeront ensuite les autres membres du conseil d'administration. Ainsi, d'après ces auteurs, la composition du conseil d'administration est le reflet d'un arbitrage entre le fait de permettre d'accéder à l'information pour être ainsi mieux conseillé et le fait de surveiller le dirigeant. Dans le cas français, la présence de relations sociales du dirigeant issues notamment des mêmes réseaux de diplômés que ce dernier permet

d'établir un climat de confiance au sein du conseil d'administration dans la mesure où l'on sait que la solidarité entre les diplômés d'une grande école donnée est très forte. Un tel échange d'information peut s'avérer très utile pour permettre une efficacité contractuelle et par conséquent mettre en œuvre une politique financière bénéfique aux actionnaires. Cependant, cela peut également conduire d'un autre côté à du favoritisme du fait de la solidarité existant entre les membres d'un même réseau d'anciens. Ce favoritisme permettra au dirigeant de s'enraciner tout en mettant en place une politique financière favorisant ses intérêts ainsi que ceux de ses relations sociales. Une littérature de plus en plus importante s'est intéressée aux conséquences de la présence d'administrateurs en relation avec le dirigeant. On a pu montrer que la présence de tels administrateurs s'accompagnait le plus souvent de la mise en place de mauvaises pratiques de gouvernance. Dans la plupart des cas, la présence de ces relations sociales s'accompagne d'une rémunération plus avantageuse et moins incitative, c'est-à-dire moins sensible à la performance de la firme (Renneboog et Zhao, 2011 ; Engelberg, Gao, et Parsons, 2012). De plus, la sympathie du conseil d'administration à l'égard du dirigeant conduit à une diminution de la probabilité de limogeage de ce dernier en cas de mauvaises performances de la firme (Nguyen, 2012). Enfin, la présence d'administrateurs connaissant le dirigeant s'accompagne de la mise en place de fraudes comptables et de divulgations comptables au contenu informationnel moindre (Chidambaran, Prabhala, et Kedia, 2012 ; Cohen, Frazzini, et Malloy, 2012). Nous pouvons donc constater que la présence d'administrateurs en relation avec le dirigeant conduit à un accroissement de l'influence de ce dernier au sein du conseil d'administration. De même, le processus de contractualisation entre le dirigeant et les actionnaires est modifié et des contrats plus favorables au dirigeant sont mis en place. De ce fait il est fortement probable que la mise en place de tels contrats conduise à la mise en place d'une politique financière a priori plus favorable au dirigeant, et cela accroît l'incertitude autour des performances de la firme. Il est par conséquent possible de se demander quelles sont les conséquences de la présence d'administrateurs fréquentant probablement le dirigeant sur les contrats relatifs à la politique financière, ainsi que sur la performance qui résulte d'une telle politique financière.

On sait encore très peu de choses concernant l'influence des caractéristiques du conseil d'administration sur la politique financière, et aucune véritable certitude n'existe quant à l'influence de ces mêmes caractéristiques sur la performance de la firme. Les aspects de la politique financière auxquels nous pensons sont notamment la politique de dividendes (Byoun, Chang, et Kim, 2014) et la politique de financement (Alves, Couto, et Francisco,

2014). Il existe davantage de travaux concernant la performance comptable de la firme mais peu de travaux concernant la performance exigée par les actionnaires (Upadhyay et Sriram, 2011 ; Upadhyay, 2014). La plupart des travaux s'intéressent à la taille du conseil d'administration, et beaucoup plus rarement à sa composition. Lorsque c'est le cas, l'indépendance au regard des codes de gouvernance est le critère de composition le plus souvent retenu, même si un nombre croissant de travaux s'intéressent à la composition en termes de diversité culturelle. Il est important d'étudier les conséquences de la composition du conseil d'administration en termes de diversité sociale et cognitive sur la politique financière et la performance de la firme. Nous entendons par diversité cognitive au sein du conseil d'administration le fait que diverses façons de traiter et interpréter les signaux envoyés par l'environnement cohabitent. Nous pensons que la part des administrateurs sympathiques à l'égard du dirigeant, et notamment la part des administrateurs diplômés des mêmes institutions que le dirigeant, constitue un bon indicateur de la diversité cognitive du conseil d'administration. En effet, ces administrateurs ont acquis des compétences similaires, et de ce fait ils traitent et interprètent l'information de façon très similaire. Le fait de s'intéresser à la composition du conseil d'administration en termes de diversité permet d'avoir une bien meilleure idée des dynamiques et cognitives sociales à l'œuvre au sein de ce dernier. Ainsi, notre question de recherche est la suivante : **de quelle façon l'équilibre entre les rôles d'accompagnement stratégique et de suivi disciplinaire du dirigeant qui explique la composition du conseil d'administration influence la politique financière et les performances de la firme ?**

Nous avons choisi de subdiviser notre question en deux sous-questions de recherche. Tout d'abord, **quelle est l'influence de la présence de connaissances du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la politique financière en termes de dividendes et d'endettement ?** Nous mobilisons dans cette partie les théories de la dépendance aux ressources et de l'agence de façon concomitante. La théorie de la dépendance aux ressources prédit que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration incite ce dernier à verser moins de dividendes afin de ne pas faire subir à ses relations sociales des contraintes financières trop fortes. Ces dernières peuvent générer des conflits entre le dirigeant et ses relations sociales. En effet, les administrateurs en relation avec le dirigeant permettent à ce dernier d'accéder à des ressources, notamment de la dette, à moindres coûts. Le fait pour le dirigeant de verser des dividendes à ses actionnaires accroît les contraintes financières pesant sur la firme, ce qui incite le dirigeant à demander des ressources

supplémentaires à ses relations sociales. A leur tour, les relations sociales du dirigeant feront face à des contraintes, notamment financières. Lorsqu'une telle situation se produit, le dirigeant risque la perte d'une partie de son capital social dans la mesure où les relations sociales concernées communiqueront l'information aux autres membres de la partie du noyau dur à laquelle appartient le dirigeant. De ce fait les relations informées se désolidariseront du dirigeant. La théorie de l'agence, quant à elle, prédit que les administrateurs en sympathie avec le dirigeant facilitent l'enracinement de leur relation sociale en lui donnant la possibilité de financer ses projets grâce à des réserves de liquidités. Cela permet au dirigeant de s'affranchir du contrôle disciplinaire exercé par les marchés financiers. De la même façon, la constitution de telles réserves de liquidités donne la possibilité au dirigeant ainsi qu'à ses relations sociales d'enrichir la partie du noyau dur à laquelle ils appartiennent. En ce qui concerne la politique de financement et d'après la théorie de la dépendance aux ressources, lorsque les administrateurs en sympathie avec le dirigeant facilitent l'accès de ce dernier à de la dette moins chère, alors le dirigeant doit faire en sorte de rembourser sous peine d'une perte de capital social et de capital de réputation. Pire encore, le dirigeant risque le limogeage et des poursuites judiciaires. Le suivi informationnel de la dette en présence d'administrateurs sympathiques à l'encontre du dirigeant sera facilité par les relations de confiance entre le dirigeant et ses relations sociales pourvoyeuses de dettes. Le dirigeant s'applique ainsi à créer de la valeur pour rembourser la dette et honorer le geste de ses relations sociales fait à son encontre. La théorie de l'agence prédit pour sa part que le recours au levier financier est un outil de contrôle disciplinaire du dirigeant, plus puissant encore que le dividende. Il y a en effet nécessité de rembourser régulièrement les intérêts de la dette sous peine de poursuites et de discrédit vis-à-vis des investisseurs. Le levier financier vient ainsi se substituer à la politique de dividendes pour empêcher le dirigeant d'investir dans des projets inutiles pour la firme. La contrainte disciplinaire exercée par la dette est d'autant plus forte que le dirigeant a eu accès au marché de la dette grâce à ses relations sociales.

Dans cette première partie de la thèse, nous montrons que la composition du conseil d'administration, et notamment la diversité cognitive de ce dernier, est l'un des déterminants les plus importants de la politique de dividendes et de financement. Nous montrons également que les choix de politique financière en présence de relations sociales sont influencés par la structure de propriété de la firme. Plus précisément, lorsqu'un actionnaire majoritaire est présent au capital de la firme, un conseil d'administration sympathique à l'égard du dirigeant conduit à une diminution du niveau de dividendes et un accroissement du levier financier. Ce

résultat nous incite à penser que le levier financier est un substitut disciplinaire à la politique de dividendes en présence de connaissances du dirigeant au sein du conseil d'administration lorsque le capital de la firme comporte un actionnaire majoritaire. En revanche, lorsque la structure de propriété de la firme est dispersée, alors un conseil d'administration en sympathie avec le dirigeant conduit à une diminution du levier financier tandis que le niveau de dividendes reste inchangé. Un tel résultat laisse à penser que la présence d'administrateurs en relation avec le dirigeant permet à ce dernier de s'enraciner seulement lorsque la structure de propriété de la firme est dispersée. Nos résultats sont importants et apportent une contribution majeure à la littérature sur la gouvernance d'entreprise. En effet, nous apportons de la nuance aux précédents travaux traitant de l'influence des relations entre dirigeants et administrateurs sur la gouvernance de la firme. Ces travaux montraient que de telles relations sociales entre dirigeants et administrateurs détérioraient la gouvernance de la firme et conduisaient systématiquement à l'enracinement du dirigeant. Nous montrons pour notre part que l'effet des relations sociales sur l'enracinement du dirigeant dépend en réalité du niveau de concentration du capital de la firme.

Dans un second temps, nous nous demandons **quelle est l'influence du niveau de sympathie du conseil d'administration à l'égard sur la performance comptable de la firme, ainsi que sur la performance exigée par les actionnaires, c'est-à-dire le coût des capitaux propres ?** Nous mobilisons encore une fois les théories de la dépendance aux ressources et de l'agence pour expliquer l'influence des relations sociales du dirigeant sur les performances de la firme. On sait d'après la théorie de la dépendance aux ressources que la présence d'administrateurs sympathiques envers le dirigeant a pour conséquence de meilleures performances. En effet, ces administrateurs ont plus de facilités à communiquer avec le dirigeant et conseiller ce dernier du fait de la confiance entre lui et ces administrateurs. Les conseils de meilleure qualité ainsi prodigués permettent de ce fait au dirigeant de créer de la valeur. Ainsi, d'après la théorie de la dépendance aux ressources, les performances de la firme augmentent avec la part d'administrateurs en sympathie avec le dirigeant. Les actionnaires sont ainsi rassurés et diminuent leurs exigences de performance pour permettre au dirigeant d'exploiter au mieux son capital humain. En revanche, la théorie de l'agence prédit que la présence d'administrateurs susceptibles de connaître le dirigeant accroît le risque de collusion entre ce dernier et le conseil d'administration. Cela conduit à la mise en place de mauvaises pratiques et de mauvais choix d'investissement destructeurs de valeur pour la firme. Ainsi d'après la théorie de l'agence la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil

d'administration diminue les performances comptables de la firme. Pour accroître la pression disciplinaire sur le dirigeant, les actionnaires accroissent alors leurs exigences de performance.

Nous montrons dans cette partie de la thèse que la théorie de la dépendance aux ressources se vérifie dans le cas de la performance mesurée sur la base de données comptables, même si l'effet bénéfique des relations sociales se concentre avant tout sur les firmes les plus opaques et risquées. Le fait que les performances comptables restent inchangées nous laisse à penser que les bénéfices de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration, notamment en termes d'accompagnement stratégique, sont compensés par les coûts d'agence générés par la présence de ces mêmes relations. En revanche, dans le cas du coût du capital, la théorie de l'agence se vérifie, même si la relation entre performances exigées par les actionnaires et niveau de sympathie du conseil d'administration est moins forte lorsque la firme fait face à une incertitude accrue. Nous avons interprété ce phénomène en suggérant que les actionnaires désirent laisser une marge de manœuvre plus importante aux dirigeants des firmes plus risquées afin de ne pas décourager ces derniers et ainsi retenir leur capital humain au sein de la firme. La structure de propriété influence également les relations entre la part des administrateurs sympathiques envers le dirigeant et les performances de la firme mesurées sur la base de données comptables. Nous avons en effet pu constater que la présence d'un actionnaire majoritaire au sein du capital de la firme fait disparaître l'effet de la sympathie du conseil d'administration à l'égard du dirigeant sur les performances comptables. Ainsi, l'actionnaire majoritaire se substitue aux relations du dirigeant au sein du conseil d'administration. Nos résultats apportent ainsi des nuances aux travaux précédents traitant des conséquences de la présence de connaissances du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la performance de la firme. Nous montrons que l'effet des administrateurs en sympathie avec le dirigeant dépend de certaines caractéristiques de la firme, notamment ses coûts d'accès à l'information ou encore sa structure de propriété. Plus précisément, lorsque la firme est l'objet d'incertitudes et doit faire face à des coûts d'accès à l'information, alors l'existence d'un conseil d'administration sympathique envers le dirigeant est bénéfique à la firme, même si cela peut favoriser des pratiques opportunistes de la part du dirigeant. Dans un tel contexte, les actionnaires sont prêts à faire face à des coûts d'agence dans la mesure où l'apport de capital humain et de connaissances par les relations sociales du dirigeant permet à ce dernier d'investir de façon optimale son capital humain au sein de la firme. En effet, les firmes les plus opaques aux yeux des investisseurs sont celles qui

dépendent le plus de connaissances très spécifiques qu'il convient de protéger. En outre, de tels coûts d'agence sont acceptables dès lors que les administrateurs en relation avec le dirigeant permettent de protéger les secrets industriels de la firme, source d'avantages concurrentiels pour cette dernière. Le fait que les avantages concurrentiels de ces firmes soient basés sur des connaissances rend ces dernières fragiles du fait de la facilité avec laquelle leurs actifs peuvent être volés. Ainsi, la capacité des relations sociales du dirigeant à maintenir certaines informations spécifiques secrètes permet de protéger les actionnaires de l'expropriation, même si cela peut engendrer des coûts d'agence qu'ils sont prêts à payer. Dans le cas contraire, c'est-à-dire lorsque les marchés connaissent bien la firme, le dirigeant est soumis à la pression disciplinaire des investisseurs. Ces derniers attendent du dirigeant qu'il maximise le résultat de la firme à très court terme. Ils attendent en outre que le dirigeant divulgue de l'information financière de qualité. Pour de telles firmes la transparence est d'autant plus importante qu'elles sont fortement dépendantes des marchés pour se financer à un coût raisonnable. Dans un tel contexte, les coûts d'agence générés par l'alignement possible du conseil d'administration sur les positions du dirigeant est beaucoup plus difficile à supporter car il opacifie le contexte informationnel de la firme. Cela est dérangeant pour ces firmes car ces dernières ont beaucoup moins de secrets industriels à protéger, et de ce fait les coûts d'agence induits par la présence des relations sociales ne peuvent être justifiés. En ce qui concerne la structure de propriété, la présence d'un actionnaire majoritaire entrave l'influence des relations du dirigeant. Il ne peut investir son capital humain à sa guise, et de ce fait il lui est beaucoup plus difficile de créer de la valeur pour l'actionnaire majoritaire. Nos résultats sont obtenus sur un échantillon de 78 grandes entreprises industrielles et commerciales françaises cotées appartenant à l'indice SBF 120 entre 2007 et 2011. Nos résultats sont donc très spécifiques au contexte français. Ce contexte est tributaire d'une longue histoire économique, sociale et institutionnelle marquée par la forte présence de l'Etat dans l'économie.

Le contexte historique, social, et institutionnel de la gouvernance des firmes françaises

L'Etat a toujours été très impliqué dans l'économie française. Cette dernière est marquée par la présence très fréquente de membres de la haute fonction publique à la tête des entreprises, mais également des institutions financières. Le cas de Vivendi donné en introduction est parfaitement représentatif des caractéristiques de gouvernance des firmes françaises. De

même, Jean-Marie Messier possède notamment un parcours similaire à un très grand nombre de dirigeants français. En effet, une très grande partie des grandes firmes françaises est dirigée par des diplômés de grandes écoles telles que l'Ecole Polytechnique ou encore l'Ecole Nationale d'Administration. De même, bon nombre de dirigeants des firmes françaises sont également passés par la haute administration d'état avant de faire carrière au sein du secteur privé. Il existe de très nombreuses passerelles entre le secteur public et le secteur privé. Une telle configuration est due à l'histoire économique de la France. Nous allons voir à présent quelles sont les raisons d'une telle configuration. Il est tout d'abord possible de faire démarrer l'histoire économique contemporaine de la France à partir du XVII^e siècle. C'est à ce moment-là que Jean-Baptiste Colbert, contrôleur général des finances de Louis XIV, met en place un certain nombre de pratiques économiques qui feront figure de paradigmes aux yeux d'un grand nombre d'hommes d'Etat. Les pratiques mises en place par Colbert s'inscrivent dans le contexte du Grand-Siècle dominé par la puissance et le rayonnement français. En effet, durant cette période, la France fait partie des grandes puissances économiques même si le Royaume-Uni et les Provinces-Unies, ancien nom des Pays-Bas, font figure de très sérieux concurrents, et le Roi Louis XIV souhaite ainsi conforter et renforcer cette puissance aux yeux du Monde. Louis XIV, partant de l'idée que les échanges commerciaux permettent parfaitement de démontrer la supériorité française auprès des autres empires, charge ainsi son ministre de l'économie Colbert de faire en sorte que la France produise uniquement des marchandises d'excellence. Colbert décide alors de mettre en place une série de mesures pouvant se résumer en 3 points : ordre étatique, progrès industriel, excellence. L'Etat sera donc très fortement présent dans l'économie. Il supervise toute la production. Cela se manifeste par l'envoi régulier d'inspecteurs chargés par Colbert de vérifier si les productions des artisans sont conformes à ses directives. Colbert met également en œuvre une véritable politique industrielle basée notamment sur des incitations à l'exportation et le développement des colonies. Ces deux aspects ont pour but de permettre à la France de renforcer sa compétitivité par rapport à ses concurrents que sont le Royaume-Uni et les Provinces-Unies. Les artisans doivent également honorer d'importantes commandes passées par l'Etat. En ce qui concerne la production en tant que telle, l'Etat demande à ce que soient produits puis exportés des biens d'excellence. Le commerce de tels biens avait pour but de promouvoir l'excellence artistique française de par le monde. Le contexte politique et institutionnel de l'époque est marqué par l'essor de la monarchie absolue. En France, le pouvoir royal est tout et peut tout. Ainsi, le Roi doit être informé de toutes les initiatives prises par chacun de ses sujets. De même, la société française est très fortement influencée par le catholicisme qui

perçoit l'enrichissement comme suspect, parfois même comme un vice. Cependant au même moment au Royaume-Uni se produisent des événements révolutionnaires qui aboutiront à la mise en place de la démocratie parlementaire pour la première fois dans l'Histoire. Contrairement à la France, les citoyens peuvent véritablement choisir ceux qui les gouverneront. Le pouvoir doit rendre des comptes au peuple à propos des décisions qu'il prend. Cela permettra au pays de commencer sa révolution industrielle dans la mesure où cela libèrera les initiatives personnelles d'inventeurs qui choisiront de mettre au service de la communauté leurs inventions pour en tirer des bénéfices financiers. De telles initiatives sont encouragées par la mentalité protestante qui considère la fortune et l'enrichissement comme un signe de grâce divine (Weber, 1905). Pour en revenir à la France, la mise en œuvre d'une politique économique absolutiste nécessitait un suivi scrupuleux du travail des artisans. C'est pourquoi Colbert a décidé la mise en place d'un service d'inspection chargé de vérifier si la production était conforme à ce que l'Etat souhaitait. C'est ainsi que se manifeste au niveau économique en France la monarchie absolue alors en plein essor. On imagine ainsi que cela impliquait, pour les artisans, une discipline très forte. Colbert souhaite que l'Etat centralise toute l'information économique, et les artisans doivent rendre compte de leur activité à l'Etat, contrairement au Royaume-Uni où la liberté économique est beaucoup plus grande. Le suivi ordonné par Colbert est très scrupuleux, et les agents économiques doivent donner le plus d'informations possibles à l'Etat. Ce suivi informationnel concerne non seulement la production des biens mais également la tenue des comptes avec en arrière-pensée la collecte d'impôts. Ainsi on voit se mettre en place un système de suivi disciplinaire et comptable au sein duquel l'Etat occupe une place centrale. Nous pouvons donc penser que l'artisan, et ce qui deviendra beaucoup plus tard le dirigeant de la firme, n'a aucune marge de manœuvre vis-à-vis de l'Etat et donc du Roi. Or il n'en est rien. En effet, les travaux de Minard (1998) montrent que les inspecteurs envoyés en province par Colbert exerçaient non seulement un rôle de contrôle disciplinaire, mais en plus de cela ces derniers apportaient des conseils aux artisans pour améliorer leur façon de produire et la qualité de leur production. On voit ainsi apparaître les deux caractéristiques majeures de ce qui sera plus tard le conseil d'administration, à savoir la surveillance disciplinaire et l'accompagnement stratégique dispensé au dirigeant. De surcroît, au fil du temps et à partir du début de la seconde moitié du XVIII^e siècle les inspecteurs de Colbert firent également en sorte de laisser davantage de marge de manœuvre aux artisans. En effet, des idées plus libérales en matière d'économies ont alors vu le jour en France. Les penseurs qui influencent une telle évolution des comportements sont appelés les Physiocrates. Leur chef de file est François Quesnay. Au

départ, la physiocratie avait pour but de conseiller le Roi en ce qui concerne la circulation des marchandises et leur répartition efficace au sein de la société. Cependant, comme l'a montré Mergey (2010), la physiocratie n'est pas seulement une doctrine économique. Il s'agit également d'une doctrine politique qui conçoit le Roi comme un « despote légal » dont le pouvoir d'essence divine est régi par les lois naturelles mises en place par les hommes. De surcroît, pour que ce pouvoir puisse être accepté par le peuple, il est nécessaire qu'il soit décentralisé et que des représentants du Roi soient présents en région. Même si l'Etat occupe encore une place très importante au sein de la pensée physiocratique dans la mesure où il s'agit d'un acteur économique majeur, l'essence de la pensée physiocratique réside dans le fait de laisser circuler les richesses, les hommes et les marchandises. Cette plus grande liberté en matière d'économie permet alors aux sujets du Roi de créer ce que l'on appellera plus tard une entreprise. Progressivement, du fait de la liberté économique plus importante, les structures créées par les citoyens croissent de plus en plus, et c'est ainsi que la France connaît sa première révolution industrielle avec l'apparition des premières entreprises. Cela s'accompagne par la fin du système d'inspection mis en place par Colbert. Ainsi, la période allant du début du XVII^e siècle jusqu'à la fin du XVIII^e siècle voit l'émergence de la conception française du pouvoir politico-économique, qui sera ensuite reprise par les firmes et leurs dirigeants. Cette conception du pouvoir est caractérisée par une très forte centralisation de l'information entre les mains de ceux qui détiennent le pouvoir au regard de la loi. En revanche, cela ne signifie pas la fin de la doctrine colbertiste en France, bien au contraire. Nous verrons qu'il changera simplement de forme. Même si la plus grande liberté économique en France permet à cette dernière d'amorcer un début de développement industriel, ce dernier ne se fait que beaucoup plus tardivement. En effet, l'Empire et les guerres napoléoniennes puis le retour à une monarchie forte ne sont guère favorables au développement économique de la France. Il faut attendre les années 1830 avec les trois journées révolutionnaires de juillet 1830, puis la mise en place de la Monarchie de Juillet avec à sa tête Louis-Philippe, pour pouvoir assister à un véritable décollage économique et industriel. En effet, la Monarchie de Juillet est une monarchie de type parlementaire à l'anglaise avec une place beaucoup plus importante donnée au Parlement. La figure intellectuelle phare de cette époque est François Guizot. Ce dernier, historien né d'une famille protestante, est un très grand admirateur du modèle politique, social, et économique anglais. Sa pensée peut être classée comme libérale conservatrice. Sous son impulsion, la France connaît un très fort développement économique et industriel, beaucoup plus rapide qu'auparavant. Ce dernier permet en effet de décomplexer le rapport de possession à l'argent

qui prévalait encore il y a peu du fait de l'importance de la religion catholique en France. Ainsi, des artisans qui produisaient encore à très petite échelle peuvent faire croître très fortement leur activité, jusqu'à devenir une véritable société anonyme telle qu'on la connaît aujourd'hui. Un parfait exemple d'une telle évolution est celui de Lafarge. Ainsi, d'après l'historique de la société donné sur le site Internet du groupe, la société a démarré son activité à l'échelle industrielle en 1833 alors même que plusieurs décennies auparavant, Joseph-Auguste Pavin de Lafarge avait débuté une activité d'extraction de chaux en Ardèche. Au fur et à mesure de leur développement, la taille des firmes devient de plus en plus importante. Il devient donc de plus en plus difficile de financer l'activité d'une firme. Par conséquent, leurs propriétaires font appel à des financements extérieurs, notamment des apporteurs de fonds propres, les actionnaires. Cela implique une ouverture du capital de la firme par le dirigeant-fondateur. De ce fait, les dirigeants actionnaires voient leur pouvoir au sein de la firme diminuer, et ils doivent compter avec les actionnaires nouvellement entrés au capital de leur entreprise. Néanmoins, les firmes de cette époque n'atteignent pas une taille critique rendant le contrôle du dirigeant sur la firme beaucoup plus complexe. Avec le temps, le capital devient de plus en plus atomisé du fait d'un nombre croissant d'actionnaires. Par conséquent, il est de plus en plus difficile de convoquer une assemblée générale des actionnaires de façon fréquente, et c'est pourquoi il devient nécessaire pour les actionnaires d'être représenté auprès du dirigeant. C'est ainsi que se mettent en place les conseils d'administration qui ont pour mission de représenter les actionnaires et de défendre leurs intérêts auprès du dirigeant de la firme. Néanmoins, comme le rappelle Joly (2012), au départ le fait de constituer un conseil d'administration relève bien davantage de la commodité sociale que de la nécessité légale. De ce fait, aucune réglementation légale n'affectait alors les usages en vigueur au sein du conseil d'administration et par voie de conséquences les pratiques de gouvernance. Il faut attendre le régime de Vichy pour que le conseil d'administration soit légalement reconnu. Le même régime de Vichy choisit d'associer les statuts de président du conseil d'administration et de directeur général. Un tel choix peut être vu comme une réminiscence de la conception du pouvoir à la française, fortement inspiré de la monarchie absolue. En effet, le dirigeant dispose d'une importante marge de manœuvre du fait du cumul des statuts, et il centralise l'information fournie par les membres du conseil d'administration. Nos travaux de recherche sont tout spécialement pertinents dans le contexte français du fait de liens très forts entre secteurs public et privé. Nous allons voir à présent qu'une telle spécificité française est ancienne et permet d'expliquer pourquoi de nombreux dirigeants français ont la possibilité d'avoir des relations sociales au sein de leur conseil d'administration.

Les facteurs historiques, sociaux, et institutionnels permettant d'expliquer la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration des firmes françaises

L'Etat français a ainsi toujours occupé une place prépondérante au sein de l'économie française. Nous allons voir à présent que cette conception de la société et de l'économie couplée à l'existence des grandes écoles peut expliquer l'importance des relations sociales entre dirigeants et administrateurs. Les grandes écoles sont une spécificité française en termes de formation. En ce qui concerne leur histoire, les plus prestigieuses d'entre elles ont été créées durant la seconde moitié du XVIII^e siècle par Louis XV puis Louis XVI. Ces dernières avaient pour mission de former les grands corps d'Etat des ingénieurs chargés du développement économique et industriel du Royaume de France. Elles étaient bien entendu placées sous le patronage de l'Etat qui décidait de tout ce qui devait être enseigné aux futurs ingénieurs de l'Etat. Chaque Grande Ecole était, et est toujours placée sous la tutelle d'un ministère donné. Chacune d'entre elles possède une identité propre très marquée qu'elles font en sorte de transmettre à leurs étudiants. Ces derniers acquièrent ainsi un esprit d'appartenance à un groupe, et de ce fait cela les conduit à faire preuve d'une solidarité presque inconditionnelle les uns envers les autres. Cette solidarité est initiée par un séminaire d'intégration qui peut être vu comme une cérémonie initiatique. A ce moment l'étudiant prend connaissance des grands principes directeurs de l'école. Par la suite la solidarité entre les étudiants est entretenue par divers événements marquants qui permettront aux étudiants de partager des souvenirs et un vécu commun. La solidarité ainsi établie entre les étudiants demeure après le passage par une telle institution. Les anciens étudiants d'une grande école donnée peuvent par la suite entretenir cette solidarité et le capital social qu'ils ont pu acquérir au cours de leurs études grâce aux divers événements organisés par l'association des anciens étudiants de l'école. Ils peuvent de cette façon connaître également d'autres anciens étudiants issus de promotions différentes et ainsi accroître encore davantage leur capital social, et ainsi pouvoir bénéficier d'avantages divers dans le futur. En outre, le fait d'être passé par une Grande Ecole permet au futur diplômé d'appartenir à ce que les Anglo-Saxons appellent « l'Inner Circle » (Useem, 1982) à savoir le groupe des élites dirigeantes des entreprises et des banques. Comme le montre Kadushin (1995), l'« Inner Circle » est divisé en plusieurs parties à la fois solidaires et rivales, et l'importance de la place occupée au sein de l'un de ces groupes dépend très fortement du passage par une grande école (Polytechnique, HEC, ou

Ecole Nationale d'Administration avant tout), mais également du passage par un grand parti politique de gouvernement, ainsi que de la présence au sein de nombreux conseils d'administration. Finalement, l'auteur suggère qu'une telle proximité entre les élites françaises ne peut être rompue du fait de son implantation presque séculaire. Une telle proximité s'est encore renforcée avec les nationalisations d'après-guerre comme nous le verrons plus loin. D'une certaine façon, comme le suggère Bourdieu (1989), les Grandes Ecoles sont parvenues à donner naissance puis à perpétuer l'existence d'une certaine forme de noblesse qu'il appelle noblesse d'Etat pouvant être assimilée à l'ancienne noblesse de robe que la Révolution Française a tenté de supprimer. La noblesse d'Etat actuelle possède ainsi des pouvoirs de nature économique, technologique, bureaucratique, et intellectuelle du fait de sa formation au sein des grandes écoles. Les différents parcours possibles au sein des grandes écoles et les passerelles existant entre eux favorisent l'établissement de relations entre les dirigeants et les administrateurs. Par la suite, nous montrerons que la nationalisation des entreprises qui ont pris part à la collaboration avec l'occupant nazi ont renforcé la mainmise de l'Etat sur les entreprises françaises.

Pour en revenir aux possibilités de parcours des étudiants des grandes écoles, nous devons tout d'abord dire qu'il existe deux parcours possibles, à savoir un parcours dans la haute fonction publique en intégrant un grand corps de l'Etat, et un parcours dans le secteur privé, notamment les secteurs industriels et bancaires. Ne peuvent appartenir à un Grand Corps d'Etat que les meilleurs étudiants des grandes écoles les plus prestigieuses, à savoir l'Ecole Polytechnique, ainsi que l'Ecole Nationale d'Administration. De très importantes opportunités de carrières s'offrent aux membres d'un grand corps, tant au sein de la haute fonction publique qu'au sein du secteur privé dans la mesure où de nombreuses passerelles existent entre la haute fonction publique et les hautes fonctions d'encadrement (MacLean, Harvey, et Press, 2007). Ces passerelles sont la conséquence de la forte implication de l'Etat dans la vie économique française, implication qui s'est encore renforcée au cours de l'histoire récente de la France. En effet, lors de la Libération en 1945, le Conseil National de la Résistance décide de nationaliser la majorité des grandes firmes françaises pour punir les dirigeants de ces dernières qui avaient choisi de collaborer avec l'occupant nazi. De ce fait, l'Etat décide de placer à la tête de ces entreprises un nombre important de hauts fonctionnaires d'Etats issus des Grands Corps et appartenant à divers réseaux d'anciens de Grandes Ecoles. Par la suite, les dirigeants nommés à la tête des firmes n'auront de cesse d'enraciner leurs réseaux et feront en sorte de désigner des successeurs appartenant à leurs réseaux. Ainsi s'est mis en place une

sorte de système dynastique qui s'est auto-entretenu et s'auto-entretient encore, et il sera de plus en plus simple pour les membres d'un Grand Corps de passer d'une fonction de directeur général d'une grande entreprise ou d'une banque d'affaires à une fonction de haut fonctionnaire d'Etat. Cependant, même si l'Etat a entrepris une campagne de privatisations au milieu des années 1980 sous l'impulsion du gouvernement Chirac, cela n'a pas suffi à mettre un terme à ce phénomène, bien au contraire. C'est ce que montre MacLean (2008) dans son article publié dans une édition spéciale de la revue *Business History*. La structure sociale de l'élite dirigeante française caractérisée par des liens très forts entre les membres de cette dernière a au contraire conduit à un accroissement de la mainmise non officielle de l'Etat. L'auteur interprète d'ailleurs la décision de l'Etat de privatiser les firmes simplement comme le moyen de faire croître les firmes en leur permettant d'accéder aux marchés financiers car l'Etat ne disposait pas des ressources financières nécessaires au soutien de la croissance des firmes. Nous voyons ainsi se mettre en place un véritable capitalisme à la française avec un Etat agissant à la façon d'un entrepreneur. Ce capitalisme à la française est également marqué par l'importance des relations entre diplômés des grandes écoles qui permettent par la suite de développer des relations privilégiées avec les membres de la haute fonction publique. Une telle situation a des conséquences fortes en matière de nomination et de composition du conseil d'administration. Il est possible pour les dirigeants de disposer de relations sociales au sein du conseil d'administration, même si comme nous allons le voir le conseil d'administration est mis en place suivant une procédure bien définie.

La procédure de mise en place du conseil d'administration et la désignation des administrateurs

Nous avons vu précédemment que la France possédait une spécificité forte, à savoir la très forte imbrication entre le secteur privé et la haute fonction publique. Cela est dû à la très forte implication de l'Etat au sein de l'économie. Nous allons voir à présent que la désignation des administrateurs suit une procédure bien spécifique permettant à des relations sociales des dirigeants d'entrer au conseil d'administration.

Tout d'abord en ce qui concerne la mise en place du conseil d'administration, cela se fait au moment de la fondation de la société. Les administrateurs peuvent être nommés au début ou au cours de la vie de la société. La procédure pour nommer les administrateurs dépend du fait pour la firme de faire ou non appel public à l'épargne. Lorsque la firme ne fait pas appel

public à l'épargne, les premiers administrateurs sont désignés dans les statuts. Lorsque la firme fait appel public à l'épargne, les administrateurs sont nommés dans le cadre d'un vote spécial des actionnaires au moment de la première assemblée générale des actionnaires. Un procès-verbal de la séance est ensuite parfois mis en place pour constater que les administrateurs nommés acceptent leurs fonctions.

Par la suite, la procédure de nomination d'un administrateur d'une société anonyme se déroule en trois temps, à savoir la convocation de l'assemblée, la candidature, et le vote. La nomination d'un nouvel administrateur relève de l'assemblée générale ordinaire. Néanmoins, lorsque la société est en phase de fusion ou de scission, il est possible de nommer un nouvel administrateur dans le cadre d'une assemblée générale extraordinaire. Dans tous les cas, la nomination d'un nouvel administrateur doit figurer à l'ordre du jour de l'assemblée générale sous peine de nullité. Cependant, il existe une exception car l'assemblée générale peut décider de révoquer un administrateur et désigner son remplaçant dans la foulée sans pour autant que la nomination de ce dernier figure à l'ordre du jour de l'assemblée générale. En ce qui concerne la candidature des administrateurs, la firme doit communiquer aux actionnaires toutes les informations concernant les candidats, notamment leur identité, leurs références professionnelles, leur parcours professionnel durant les cinq dernières années, le nombre d'actions de la société qu'ils détiennent, ainsi que les différents mandats occupés actuellement et durant les cinq dernières années. Par la suite, les actionnaires votent individuellement pour ou contre l'entrée du candidat au sein du conseil d'administration. L'entrée du nouvel administrateur fait alors l'objet d'un procès-verbal, et le public est alors informé de son entrée au sein du conseil d'administration. Il est également possible pour le conseil d'administration de coopter un administrateur sans avoir recours à la convocation de l'assemblée générale. Cela est notamment le cas lorsqu'un administrateur vient à décéder accidentellement, ou encore lorsque le nombre d'administrateurs devient inférieur au seuil minimum prévu par les statuts de la firme. Néanmoins, les actionnaires doivent systématiquement approuver la nomination du nouvel administrateur par le conseil d'administration. Le dirigeant peut alors profiter d'une telle situation pour permettre l'entrée de ses relations sociales au sein du conseil d'administration, et ce même si la composition du conseil d'administration obéit à des critères de composition stricts comme nous allons le voir.

Les réglementations juridiques concernant les caractéristiques des conseils *d'administration des grandes firmes françaises*

Le conseil d'administration a pour rôle essentiel de représenter les intérêts des actionnaires vis-à-vis des dirigeants. Avant toute chose, le conseil peut être de forme moniste ou duale. Dans ce dernier cas on parle alors de structure à directoire et conseil de surveillance. Le dirigeant se trouvera alors au sein du directoire entouré d'autres hauts cadres de la firme. Les caractéristiques du conseil d'administration des firmes françaises sont normalement bien définies au regard du droit des entreprises. En ce qui concerne la taille, le conseil d'administration doit comporter au minimum trois membres et au maximum dix-huit membres. Par souci de parité, le code de commerce prévoit qu'il y ait autant que faire se peut un équilibre entre hommes et femmes. Une personne morale peut être également nommée administrateur. Dans ce dernier cas, la personne morale concernée devra désigner un individu chargé de la représenter au moment des réunions du conseil. L'indépendance est l'autre caractéristique clé du conseil d'administration. A la suite des scandales financiers du début des années 2000 et l'entrée en vigueur de la loi Sarbanes-Oxley, une attention beaucoup plus grande a été portée à l'indépendance des administrateurs par rapport au management. L'indépendance du conseil d'administration présuppose que les administrateurs possèdent l'objectivité nécessaire pour un examen minutieux et scrupuleux des décisions prises par le dirigeant. En France, d'après le code AFEP-MEDEF, le conseil d'administration doit comporter au moins un tiers d'administrateurs indépendants lorsque la société possède un actionnaire de contrôle à son capital. Lorsque l'actionnariat de la firme est dispersé, alors cinquante pour cent des administrateurs doivent être considérés comme indépendants. La notion d'indépendance obéit à une définition rigoureuse, bien que le code AFEP-MEDEF laisse à la libre appréciation des membres du conseil d'administration la détermination du caractère indépendant ou non d'un administrateur. Plus précisément, un administrateur est considéré comme indépendant lorsqu'il n'est pas salarié de la firme ou d'une de ses filiales, lorsqu'il n'est ni client, ni fournisseur, ni banquier d'affaire de la firme au sein de laquelle il est administrateur, lorsqu'il n'a pas de liens familiaux proches avec le dirigeant, lorsqu'il n'a pas été commissaire aux comptes au cours des cinq années précédentes, et enfin lorsqu'il n'a pas été administrateur de la firme depuis plus de douze ans.

Toutes les explications de nature historique, sociologique, et institutionnelle en complément des processus décrits plus haut nous permettent de mieux comprendre pourquoi les dirigeants

des grandes firmes françaises possèdent au sein de leur conseil d'administration de nombreuses relations sociales. Nous voyons ainsi qu'il peut exister des différences entre l'indépendance au regard des textes réglementaires et l'indépendance réelle d'un point de vue sociale. En effet, un administrateur peut parfaitement remplir l'ensemble des critères énoncés précédemment mais connaître en réalité le dirigeant de manière soit purement informelle dans le cadre de l'appartenance à un réseau d'anciens ou un club, soit de manière professionnelle. Il peut même arriver que des administrateurs soient également présents au sein des organisations émettant les recommandations relatives aux pratiques de bonne gouvernance. Cela donne ainsi au dirigeant la possibilité d'assouplir les réglementations concernant les pratiques de bonne gouvernance. Par conséquent, le conseil d'administration n'agit pas en fait tel qu'il devrait le faire en droit. L'ambiguïté concernant l'indépendance supposée et réelle est de fait accrue. Cela renforce par conséquent la pertinence de notre questionnement précédemment énoncé. Notre travail peut être inscrit dans la lignée de nombreux travaux de toute nature sur le fonctionnement du conseil d'administration que l'on peut rattacher à deux grands courants théoriques, à savoir la théorie de l'agence et la théorie de la dépendance aux ressources. Ces deux grands courants théoriques dialoguent en permanence dans notre thèse, et ne s'opposent pas nécessairement.

Les grandes théories explicatives du rôle et du fonctionnement du conseil *d'administration*

Il existe deux grandes théories qui permettent d'éclairer le rôle et le fonctionnement du conseil d'administration. Ces deux théories sont la théorie de l'agence et la théorie de la dépendance aux ressources. Alors que la théorie de l'agence met l'accent sur le rôle disciplinaire du conseil d'administration, la théorie de la dépendance aux ressources, quant à elle, met l'accent sur le rôle d'accompagnement stratégique du conseil d'administration. La théorie de l'agence est basée sur la rationalité limitée et l'aversion au risque du dirigeant. Le travail fondateur de la théorie de l'agence est l'article de Jensen et Meckling (1976). Dans cet article, les auteurs prédisent que le dirigeant agit toujours de façon intéressé et fait en sorte de maximiser sa richesse personnelle même si cela se fait au détriment de celle des actionnaires. Ce conflit apparaît dans les structures où il existe une séparation entre la propriété qui est le fait des actionnaires et le contrôle qui est le fait du dirigeant. Le risque d'opportunisme est favorisé par l'existence d'une asymétrie d'information entre le dirigeant et les actionnaires. Ces derniers ne peuvent pas avoir la certitude que le dirigeant agisse selon les termes de son

contrat de travail, ce qui les place dans une situation d'aléa moral. L'autre article pouvant être vu comme fondateur de la théorie de l'agence est celui de Fama et Jensen (1983) qui se demande de quelle façon les organisations avec une séparation entre la propriété et le contrôle peuvent exister. Dans cet article, les auteurs conçoivent la firme comme un « nœud de contrats » entre le dirigeant et les parties prenantes. Ces contrats peuvent être explicites comme implicites. Ainsi, en se basant sur cette interprétation, le dirigeant est en relation contractuelle avec les actionnaires. Une telle relation contractuelle implique le fait pour le dirigeant de verser des dividendes aux actionnaires. En contrepartie, les actionnaires s'engagent à permettre au dirigeant d'accéder aux ressources de la firme de façon à ce que ce dernier prenne les risques adéquates pour maximiser la richesse des actionnaires. Le dirigeant a alors la possibilité de profiter de sa situation du fait de l'asymétrie d'information qui existe entre les actionnaires et lui pour extraire des bénéfices privés, pécuniaires ou non pécuniaires. Pour éviter cela et inciter le dirigeant à prendre des risques et faire des efforts, le conseil d'administration est chargé de surveiller les choix du dirigeant et mesurer la performance de la firme dans le but de créer des mécanismes de rémunération incitant le dirigeant à prendre des risques et maximiser la richesse des actionnaires. Une telle surveillance de la performance de la firme est basée sur l'information financière et comptable qui est ensuite transmise aux actionnaires de la firme. En ce qui concerne la politique d'incitation et de rémunération du dirigeant, la rémunération du dirigeant est véritablement incitative lorsque la richesse attribuée par les actionnaires au dirigeant dépend des performances de la firme. Ainsi, la théorie de l'agence conçoit avant tout le conseil d'administration comme un organe de surveillance disciplinaire qui permettra de diminuer l'asymétrie d'information entre le dirigeant et les actionnaires grâce à la mise en place d'un système d'information financière et comptable ainsi que de divers dispositifs d'incitations et de rémunération.

Contrairement à la théorie de l'agence qui met l'accent sur le rôle disciplinaire du conseil d'administration vis-à-vis du dirigeant, la théorie de la dépendance aux ressources met en avant le rôle de conseil et d'assistance du conseil d'administration vis-à-vis du dirigeant. Cette théorie conçoit les administrateurs comme de véritables soutiens du dirigeant, à un degré plus ou moins important. Plus précisément, Pfeffer (1972) conçoit le conseil d'administration comme une interface entre la firme et son environnement. Les administrateurs font en sorte d'informer le dirigeant sur les opportunités et les menaces stratégiques de l'environnement de la firme. Les administrateurs sont d'autant plus aptes à informer et conseiller le dirigeant de manière avisée qu'ils possèdent des mandats au sein

d'autres conseils d'administration et ont ainsi acquis un capital humain. Ce capital humain est investi au sein de la firme pour venir en aide au dirigeant dans le cadre de leur mandat d'administrateur. Pfeffer (1973) va plus loin et étudie les déterminants de la taille, de la composition et de la fonction du conseil d'administration. Son étude porte sur des établissements hospitaliers. Tout d'abord, la fonction du conseil d'administration peut s'expliquer en grande partie par la structure de propriété et la nature des actionnaires. Ensuite, la fonction du conseil d'administration influence fortement la taille ainsi que la composition de ce dernier. La taille du conseil d'administration dépend également des relations de la firme avec son environnement stratégique. La composition, quant à elle, dépend également du contexte social de la firme. Enfin, la fonction et la composition du conseil d'administration sont des déterminants essentiels de la capacité de la firme pour accéder aux ressources. D'autres travaux ont ensuite établi que le rôle d'assistance du conseil d'administration était plus ou moins important, et ont défini une gradation du degré d'implication du conseil d'administration dans la gestion de la firme aux côtés du dirigeant. Ainsi, Pearce et Zahra (1991) montrent que certains conseils d'administration sont davantage protecteurs, d'autres anticipent les besoins du dirigeant, d'autres encore prennent très activement part à la gestion de la firme tandis que la dernière catégorie se contente simplement de se conformer aux statuts de la firme à propos du rôle du conseil d'administration. Les auteurs montrent que les conseils d'administration avec le degré d'implication le plus important accroissent fortement le niveau des performances de la firme. Le rôle d'assistance du dirigeant exercé par le conseil d'administration ainsi que l'implication de ce dernier dans la gestion de la firme concerne avant tout l'accès à l'information et aux ressources. Ainsi, d'après la théorie de la dépendance aux ressources, les administrateurs favorisent l'accès du dirigeant à l'information ainsi qu'aux ressources du fait de la multitude de partenaires potentiels auxquelles il pourra avoir accès grâce aux nombreuses relations des membres de son conseil d'administration (Pfeffer et Salancik, 1978). Des rapprochements peuvent par la suite être envisagés entre la firme du dirigeant et les autres firmes au sein desquelles les membres de son conseil d'administration officient dans le but de faciliter la circulation des informations et des ressources entre les deux firmes. Cela a pour conséquence une forte diminution de la pression concurrentielle sur la firme, et les chocs liés à l'environnement de la firme pourront être ainsi atténués. De cette façon, la pression disciplinaire exercée par le marché des fusions-acquisitions sur les épaules du dirigeant est moindre dans la mesure où les fusions-acquisitions réalisées sont favorables au dirigeant et ce dernier voit ainsi le risque de perdre sa place très fortement minoré. Néanmoins, cette théorie est imparfaite dans la mesure où elle prédit seulement que le conseil

d'administration facilite l'accès du dirigeant à l'information et aux ressources, mais elle ne se préoccupe pas de l'utilisation de ces ressources par le conseil d'administration (Stiles et Taylor, 1996). De plus, Carpenter et Westphal (2001) apportent des nuances aux travaux de Pfeffer (1972, 1973) et montrent que la qualité des conseils stratégiques dispensés par les administrateurs dépendent de leur niveau de connaissance de la firme et de leur expérience du secteur. Plus précisément, la qualité de la contribution d'un administrateur à la gestion de la firme dépend davantage du nombre de firmes du secteur au sein desquelles il est administrateur que du nombre global de firmes au sein desquelles il est administrateur. En effet, plus les administrateurs sont en relation avec des firmes du même secteur, plus ils seront capables d'apporter au dirigeant des conseils qui se révéleront créateurs de valeur du fait des processus d'apprentissage qu'ils auront suivi. Ainsi, contrairement à la théorie de l'agence qui insiste sur le côté disciplinaire du conseil d'administration dans le but de dissiper l'asymétrie d'information entre le dirigeant et les investisseurs, la théorie de la dépendance aux ressources insiste quant à elle sur le fait que le conseil d'administration a également un rôle fondamentalement stratégique et participe activement à la gestion de la firme.

Intérêts de la recherche, contributions, et plan de la thèse

Les enjeux de nos travaux sont importants. En effet, la gouvernance d'entreprise a, jusqu'à présent, principalement été étudiée en se fondant sur la théorie de l'agence. La question qui sous-tend une telle réflexion concerne la protection des financeurs, et plus particulièrement les actionnaires. Un tel angle d'étude de la gouvernance conçoit le conseil d'administration comme un organe de surveillance disciplinaire. Les administrateurs s'assurent que le dirigeant met en place une stratégie d'entreprise conforme aux intérêts des actionnaires. La présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration garantit l'efficacité et surtout l'objectivité du travail de surveillance. Parallèlement à la théorie de l'agence s'est développée la théorie de la dépendance aux ressources qui conçoit le conseil d'administration comme un outil d'accompagnement stratégique à la disposition du dirigeant. D'après cette théorie, les membres du conseil d'administration doivent être dotés de connaissances afin de conseiller au mieux le dirigeant et lui permettre ainsi d'investir son capital humain au sein de la firme. Le conseil d'administration ne peut exercer ces deux rôles de façon simultanée. Ainsi, l'exercice d'une surveillance disciplinaire plus forte rend le conseil d'administration plus proche des actionnaires, tandis que l'exercice d'un accompagnement stratégique plus fort rend le conseil d'administration plus proche du dirigeant et de son équipe de gestion. Le fait

de nommer des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration permet de rendre le conseil d'administration plus proche du dirigeant. La proximité du conseil d'administration avec le dirigeant s'accroît avec la part des relations sociales du dirigeant en son sein. Une telle proximité du conseil d'administration avec le dirigeant a pour conséquence un renforcement du rôle d'accompagnement du conseil. En contrepartie, les coûts d'agence s'accroissent dans la mesure où le rôle de surveillance disciplinaire du conseil d'administration s'atrophie en présence de relations sociales du dirigeant en son sein. Dans une telle configuration, il est en effet légitime pour les financeurs de craindre l'enracinement du dirigeant du fait de la sympathie du conseil d'administration à son encontre. En revanche, lorsque le conseil d'administration est composé d'administrateurs n'étant pas en sympathie avec la direction, alors la fonction de suivi disciplinaire est renforcée aux dépens de l'accompagnement stratégique. Le choix d'une composition du conseil d'administration par une firme présente donc des coûts et des bénéfices pour les financeurs suivant les caractéristiques de la firme et de ses objectifs stratégiques. Les financeurs doivent donc tenir compte de chaque coût et de chaque bénéfice avant de décider de la composition optimale du conseil d'administration. Ainsi, dans le cas d'une firme à fort potentiel de croissance, faisant l'objet d'une forte incertitude et présentant des spécificités fortes, un conseil d'administration en sympathie avec le dirigeant et son équipe de gestion est nécessaire. Cela donne en effet au dirigeant la possibilité d'investir son capital humain au sein de la firme et permet de ce fait une exploitation optimale des potentialités stratégiques de cette dernière. Une firme possédant de telles caractéristiques est une firme entrepreneuriale dont la gouvernance est caractérisée par la place centrale occupée par le dirigeant qui possède une vision à long terme du développement de la firme. Le conseil d'administration accompagne alors le dirigeant dans le développement de sa firme et les actionnaires acceptent les coûts d'agence induits par l'atrophie de la fonction de surveillance disciplinaire. En revanche, les firmes dont l'activité est arrivée à maturité ont avant tout besoin d'un dirigeant capable d'assurer gestion courante efficace ainsi qu'une maximisation de ses résultats à court terme, notamment par la diminution des coûts. Ainsi pour de telles firmes, le capital humain du dirigeant est beaucoup moins important. Seul compte sa capacité à agir dans l'intérêt des actionnaires. Dans une telle configuration, le rôle de surveillance disciplinaire du conseil d'administration est beaucoup plus important, et c'est pourquoi il est important que les administrateurs puissent exercer leurs fonctions en toute objectivité. Ainsi, pour analyser la composition du conseil d'administration et comprendre quelles sont les conséquences de cette composition sur le rôle et l'efficacité de ce dernier, il convient de tenir compte des spécificités informationnelles et techniques de la

firme. La présence de relations sociales du dirigeant en son sein donne une idée du rôle attribué au conseil d'administration par les financeurs. Ce rôle consiste entre autres à déterminer la politique financière de la firme qui conditionne sa performance. Ainsi, on peut imaginer que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration n'est pas sans conséquences sur la politique financière et la performance de la firme.

Nos travaux font apparaître deux dualités qui concernent d'un côté l'arbitrage entre l'endettement et les dividendes, et de l'autre le coût du capital et la performance financière mesurée sur une base comptable. En ce qui concerne la première dualité, on sait que la firme entrepreneuriale se finance de préférence par autofinancement en versant moins de dividendes, et éventuellement par de la dette. Cela a pour but de ne pas ouvrir le capital de la firme aux autres investisseurs, et ainsi empêcher la divulgation au public d'informations spécifiques ayant une importance stratégique. En ce qui concerne les firmes dont l'activité est parvenue à maturité, ces dernières préfèrent se financer sur les marchés financiers dans la mesure où elles n'ont plus de véritables secrets industriels à protéger. Elles peuvent donc ouvrir leur capital et ainsi bénéficier de ressources financières à moindre coût sur les marchés financiers à condition de divulguer aux investisseurs des informations de qualité. Par conséquent, la firme a la nécessité d'accroître son niveau de dividendes si elle souhaite être bien vue de ses actionnaires et les retenir au capital de la firme le cas échéant. Pour notre part et à l'issue de tests complémentaires, nous avons mis en évidence le fait que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduit à une augmentation du niveau d'endettement et une diminution du niveau de dividendes dans le cas des firmes au capital concentré. En revanche, dans le cas des firmes au capital dilué, la présence de telles relations sociales conduit à une diminution du niveau d'endettement, tandis que le niveau de dividendes ne change pas. La théorie de la dépendance aux ressources permet d'expliquer le premier résultat, tandis que la théorie de l'agence explique le second. En effet, dans un contexte de forte concentration du capital caractéristique d'une firme entrepreneuriale, la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration permet de renforcer la confidentialité de l'information en évitant l'ouverture du capital. Seuls le dirigeant, ses relations sociales au sein de conseil d'administration et de l'institution financière émettrice du contrat de dette, et enfin l'actionnaire de référence ont connaissance des informations spécifiques à la firme. C'est pourquoi il est important de pouvoir financer la firme par de la dette tout en se privant de dividendes pour renforcer les réserves financières de la firme. Les relations sociales du dirigeant permettent au dirigeant un accès privilégié à la

dette. Ensuite, le suivi du contrat de dette est complété et renforcé par les connaissances spécifiques détenues par les relations sociales du dirigeant, ce qui peut rendre acceptable d'éventuels coûts d'agence de la dette. Ces coûts d'agence de la dette sont cependant très limités par le fait que le dirigeant doit se montrer respectueux de ses engagements à l'égard de ses relations sociales s'il ne veut pas perdre ces dernières. En revanche, dans un contexte de faible concentration du capital caractéristique d'une firme actionnariale dont l'activité est arrivée à maturité, la présence de relations sociales du dirigeant conduit à davantage d'enracinement. En effet, il est possible pour de telles firmes d'ouvrir leur capital dans la mesure où elle n'a plus véritablement de spécificités industrielles à protéger. De ce fait, le capital de la firme est constitué de très nombreux petits actionnaires, or ces derniers se contentent avant toute chose de percevoir des dividendes sans véritablement pouvoir s'impliquer dans la gouvernance de la firme. De même, il leur est beaucoup plus difficile d'exiger des performances plus élevées. De ce fait, les capitaux propres représentent une alternative de financement beaucoup plus intéressante par rapport à la dette. Ainsi, la marge de manœuvre du dirigeant s'accroît et est amplifiée par ses relations sociales au sein du conseil d'administration dans la mesure où les actionnaires sont moins contraignants que les créanciers sur le plan disciplinaire.

La seconde grande dualité concerne le coût du capital et la performance. La présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduit à un accroissement des coûts d'agence. Pour compenser ce risque moral, les actionnaires demandent une prime de risque plus importante. Cette prime de risque est d'autant plus importante que la firme est bien suivie par les marchés et présente peu de spécificités techniques. En ce qui concerne les firmes ayant des spécificités techniques fortes, il est important que le dirigeant possède des connaissances techniques importantes, et qu'il puisse disposer d'un conseil d'administration exerçant un fort rôle d'accompagnement stratégique. Cela est possible grâce à la présence de relations sociales en son sein. Les conseils donnés au dirigeant par ses relations sociales permettent à ce dernier d'exercer son capital humain avec plus d'efficacité. Cela permet à la firme de créer davantage de valeur pour les actionnaires. En outre, les firmes ayant de fortes spécificités techniques ont intérêt à ce que le contexte informationnel de la firme demeure opaque afin de protéger les actifs de la firme. On sait en effet que de telles firmes créent de la valeur sur la base d'actifs immatériels et notamment de pures connaissances, qu'il est de fait très facile d'exproprier. Or l'opacité créée par les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration permet précisément de faire en sorte que des informations

d'importance stratégique ne soient pas divulguées au public. Par conséquent, les coûts d'agence générés par les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sont acceptés par les actionnaires des firmes les plus opaques dans la mesure où cela permet de créer de la valeur tout en protégeant les actifs de la firme d'un éventuel détournement. En revanche, les firmes dont l'activité est arrivée à maturité sont également celles qui sont les plus dépendantes des marchés financiers. Elles doivent donc faire preuve d'une grande transparence afin de pouvoir lever des capitaux à un coût faible. C'est pourquoi, même si la présence de relations sociales permet d'atténuer la pression disciplinaire des marchés financiers, les coûts d'agence générés par les relations sociales sont exacerbés et bien moins acceptés par les actionnaires. En effet, les relations sociales ne font qu'enraciner le dirigeant dans un tel contexte dans la mesure où leurs connaissances sont beaucoup moins utiles au dirigeant. Ces mêmes relations ne permettent pas non plus de créer de la valeur pour les actionnaires.

Tout au long de nos travaux, nous faisons ainsi dialoguer les théories de l'agence et de la dépendance aux ressources décrites dans la partie précédente. Ces deux théories sont complémentaires et s'enrichissent mutuellement pour expliquer le fonctionnement du conseil d'administration. Nous pensons que nos travaux ont de nombreux intérêts, aussi bien sur le plan purement théorique que sur le plan managérial, et notamment pour les autorités de régulation. Tout d'abord notre travail apporte une importante contribution aussi bien aux domaines de la finance d'entreprise que de la gouvernance d'entreprise. Nous montrons en effet que la composition du conseil d'administration est un déterminant majeur de la politique financière de la firme. A ce propos, nous approfondissons la notion d'indépendance du conseil d'administration en établissant une différence entre indépendance du point de vue du code de gouvernance AFEP-MEDEF et indépendance réelle. Nous montrons également dans quelles conditions la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sera bénéfique ou au contraire nuisible pour les actionnaires. Nous contribuons à de nombreux champs de la littérature, aussi bien financière (politique de financement et de dividendes) que comptable (coût du capital). Nous avons ainsi contribué à sortir du simple champ du management stratégique les questionnements relatifs au capital social du dirigeant au sein du conseil d'administration. En ce qui concerne les implications managériales de nos travaux, nous pensons que nos résultats peuvent intéresser le régulateur en ce qui concerne les règlementations relatives à la composition du conseil d'administration. Ils intéresseront également les actionnaires en ce qui concerne la composition optimale du conseil

d'administration suivant la politique financière qu'ils désirent adopter. Plus précisément, on sait que l'actionnariat des firmes en général et des firmes françaises en particulier s'est fortement internationalisé. A la suite de cela, les autorités de régulation des marchés de capitaux ont fait en sorte d'harmoniser les systèmes de gouvernance grâce à une uniformisation des pratiques de gouvernance. Ces pratiques de gouvernance ne conviennent cependant pas à toutes les firmes de tous les pays. Le fait pour le dirigeant de nommer des relations sociales au sein du conseil d'administration permettra à ce dernier d'accroître son pouvoir de négociation vis-à-vis d'actionnaires et d'administrateurs plus sourcilleux concernant le respect des normes internationales de gouvernance (Kogut, 2012). Les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration feront en sorte de défendre et justifier les choix de leur ami face à la pression exercée par les administrateurs soucieux du respect des normes de gouvernance en vigueur au sein du pays considéré.

Notre thèse est organisée comme suit : en première partie nous procédons à une revue de la littérature traitant du conseil d'administration, notamment de son rôle et de ses caractéristiques, ainsi que les conséquences qu'il peut avoir sur la politique financière. En seconde partie, nous présentons les résultats de nos travaux empiriques : tout d'abord, nous étudions l'influence de la présence d'administrateurs, en relations sociales avec le dirigeant, sur la politique financière. Cette dernière comprend la politique de dividendes et la politique d'endettement.

Ensuite, nous analysons le rôle modérateur de la structure de propriété sur les deux relations précédentes. Nous parvenons à montrer qu'il existe un effet de substitution du levier par rapport au dividende lorsque la structure de propriété est concentrée, alors qu'il est possible pour le dirigeant de s'enraciner grâce à ses relations sociales lorsque la structure de propriété est dispersée.

Dans un deuxième temps, nous étudions l'influence de la présence d'administrateurs en sympathie avec le dirigeant sur les performances de la firme. Nous montrons que la présence d'administrateurs accroît les performances exigées par les actionnaires. La force de cette relation est plus importante lorsque la firme est davantage suivie par les marchés financiers.

Nous étudions enfin l'influence de la présence d'administrateurs entretenant des relations sociales avec le dirigeant sur la performance comptable de la firme. Nous montrons que la présence de tels administrateurs au sein de l'organe de surveillance conduit à un accroissement de la performance comptable de la firme.

Des tests complémentaires montrent que l'effet bénéfique de tels administrateurs se concentre sur les firmes faisant face à la plus forte incertitude ou possédant la structure de propriété la plus dispersée. On met ainsi en évidence le fait que l'actionnaire majoritaire entrave le travail d'accompagnement stratégique du conseil d'administration. Autrement dit, l'actionnaire majoritaire se substitue aux administrateurs connaissant le dirigeant.

I. Le conseil d'administration : son rôle, son fonctionnement et les conséquences de la présence de relations sociales du dirigeant en son sein

Le conseil d'administration est un organe central de la gouvernance d'entreprise. Il agit comme une interface entre le dirigeant et les actionnaires et doit faire en sorte que les conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires soient désamorçés. Il est chargé de surveiller le dirigeant et son équipe de gestion. Cela implique la sélection et dans certains cas de force majeure le limogeage du dirigeant et des membres de l'équipe de gestion, mais également la politique de rémunération du dirigeant et des membres de l'équipe de gestion. Ce travail de surveillance s'accomplit grâce à la mise en place de divers indicateurs de performance, dont certains basés sur l'information financière transmise aux actionnaires. Ce travail de surveillance va de pair avec un travail d'accompagnement stratégique. Cela implique l'apport d'une assistance au dirigeant dans la sélection des projets les plus créateurs de valeur pour la firme. Cela implique également de conseiller le dirigeant sur la mise en place d'une politique de financement de ces projets et de rétribution des actionnaires par les dividendes sur la base des résultats de ces projets.

Le fonctionnement et le travail du conseil d'administration précédemment décrits sont déterminés par un ensemble de trois caractéristiques fondamentales : sa taille, sa composition, et enfin la place du dirigeant en son sein. Un conseil d'administration resserré avec le dirigeant en son sein est plus adéquat lorsque le dirigeant a besoin d'un accompagnement stratégique, alors que le contraire est vrai lorsque le dirigeant accomplit des travaux à faible valeur ajoutée. Ainsi, on peut supposer que les politiques de financement et de dividendes dépendront également des caractéristiques du conseil d'administration. Parmi l'ensemble de ces caractéristiques, nous pensons que la composition du conseil d'administration est la plus importante. Jusqu'à présent, l'ensemble des travaux traitant de la composition du conseil d'administration s'étaient intéressés à l'indépendance juridique telle que définie par les codes

de gouvernance de chaque pays. Cependant, nous pensons que le fait de s'intéresser à la simple indépendance juridique ne permet pas la prise en compte des caractéristiques cognitives des administrateurs, ainsi que des interactions sociales entre administrateurs qui aboutiront à la prise d'une décision plutôt qu'une autre. En revanche, le fait de s'intéresser à la présence d'administrateurs en relation avec le dirigeant permet cela. En effet, il est toujours plus aisé d'échanger des informations avec des relations sociales du fait de la confiance mutuelle. En s'intéressant aux relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration, on peut ainsi mieux comprendre quelles sont les conséquences du fonctionnement du conseil d'administration sur la politique financière et les performances de la firme.

A. Le rôle du conseil d'administration dans la gouvernance de la firme

Les rôles de surveillance et d'accompagnement stratégique du dirigeant ont été étudiés respectivement par la théorie de l'agence et la théorie de la dépendance aux ressources.

1. Le rôle disciplinaire du conseil d'administration

Cet aspect du conseil d'administration a été étudié par la théorie de l'agence. Ce courant théorique suppose que le dirigeant est un agent économique foncièrement opportuniste chargé de maximiser la richesse des actionnaires. Pour éviter que le dirigeant ne s'attribue la richesse des actionnaires, le conseil d'administration fait en sorte de surveiller les décisions prises par le dirigeant ainsi que les performances attribuables à ce dernier. Lorsque les performances sont mauvaises, alors les administrateurs limogent le dirigeant et font en sorte d'en sélectionner un nouveau.

a) La mise en place de la politique comptable

L'un des aspects les plus importants du rôle disciplinaire du conseil d'administration est la mise en place d'une politique comptable et de contrôle interne rigoureuse. Un tel rôle a été renforcé par la loi Sarbanes-Oxley à la suite des scandales financiers Enron et Worldcom. Ces firmes avaient divulgué des chiffres comptables frauduleux en vue d'obtenir des emprunts pour financer des investissements afin de diversifier l'activité de la firme. Ces chiffres

comptables avaient été falsifiés par le dirigeant avec l'aide des membres du conseil d'administration. D'une manière générale et d'après la théorie de l'agence (Jensen, 1993), un conseil d'administration efficace et de qualité permet de garantir la fiabilité des chiffres comptables. En effet, les administrateurs font pression sur le dirigeant pour que ce dernier s'explique sur ses choix et ses résultats. Ce concept porte le nom d'*accountability* en littérature anglo-saxonne. Ainsi, un conseil d'administration permettant l'existence d'un tel climat au sein du conseil d'administration garantit de ce fait la valeur contractuelle de l'information comptable. Le dirigeant doit ainsi faire preuve de transparence vis-à-vis de ses contreparties avec qui il noue des contrats. En même temps, la réputation de la firme est préservée.

Les travaux traitant de la place du conseil d'administration dans la mise en place de la politique comptable sont nombreux. Même si la mise en place de la politique comptable et de contrôle interne est avant tout l'apanage du comité d'audit, il n'en demeure pas moins que l'ensemble des administrateurs est responsable de la qualité des chiffres comptables émis par la firme à l'attention des actionnaires. Le conseil d'administration dans son ensemble peut être poursuivi en justice pour avoir émis des chiffres comptables de mauvaise qualité. L'un des premiers articles qui a étudié l'influence du conseil d'administration et du comité d'audit sur la politique comptable de la firme, et notamment le fait de prévenir les pratiques de manipulation de résultats, est celui de Xie, Davidson III, et DaDalt (2003). Ces travaux montrent que les firmes dont les administrateurs possèdent une expertise financière ou une bonne connaissance de la firme sont moins sujettes au risque de manipulation de bénéfices. De même, l'accroissement de la fréquence des réunions du conseil d'administration conduira à une diminution de la probabilité de recours à la manipulation de bénéfices. Les organes de surveillance les plus actifs sont également ceux qui dépensent le plus en termes de frais d'audit (Carcello, Hermanson, Neal, et Riley, 2002). Cela suggère ainsi que les conseils d'administration les plus dynamiques et impliqués souhaitent faire en sorte que la firme conserve une bonne réputation auprès des investisseurs. Cette dernière est au centre des préoccupations de la gouvernance d'entreprise. C'est pourquoi les administrateurs investissent énormément dans la qualité de l'information comptable qu'il émet.

Le rôle du conseil d'administration dans l'établissement d'une politique comptable s'est considérablement renforcé depuis l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis. C'est pourquoi le rôle du comité d'audit au sein du conseil d'administration s'est également renforcé. Ce renforcement du rôle du comité d'audit est appuyé par la possibilité de

poursuivre en justice le comité d'audit aux Etats-Unis. Les travaux de Defond, Hann, et Hu (2005) témoignent de cet état de fait. Plus précisément, les auteurs étudient la réaction du marché à l'annonce de l'arrivée d'un administrateur au sein du comité d'audit possédant une expertise financière, tout en différenciant l'expertise financière au sens large et l'expertise financière et comptable. Un administrateur est considéré comme un expert financier et comptable lorsqu'il possède une expérience de comptable, d'auditeur, ou encore de contrôleur de gestion. Les résultats montrent que le marché ne réagit pas à l'annonce d'un administrateur possédant une expertise financière au sens large, alors que l'on observe une réaction fortement positive du marché lorsqu'un administrateur possédant une expertise financière et comptable est nommé administrateur. De surcroît cette réaction positive du marché est avant tout le fait des firmes possédant une gouvernance de bonne qualité. Cela signifie que l'expertise financière et comptable des administrateurs, et notamment des membres du comité d'audit, vient renforcer la gouvernance de la firme. Cette même expertise comptable et financière permet d'avoir des chiffres comptables non seulement de meilleure qualité, mais également beaucoup plus contraignants en termes disciplinaires pour le dirigeant. En effet, des chiffres comptables de meilleure qualité permettent aux actionnaires de se poser les bonnes questions concernant l'aptitude du dirigeant à créer de la valeur, et au dirigeant d'être rémunéré de façon optimale pour que ce dernier soit incité tout en maximisant la richesse des actionnaires. D'après certains travaux, notamment ceux de Krishnan et Visvanathan (2008), cet accroissement de la pression disciplinaire sur le dirigeant grâce à des chiffres comptables de meilleure qualité du fait de l'expertise comptable et financière du conseil d'administration se traduit par un conservatisme comptable plus important. Le conservatisme comptable est la tendance à considérer comme certaines les pertes potentielles et à ne pas prendre en compte les bénéfices potentiels. Une telle pratique comptable est beaucoup plus fréquente au sein des firmes pour lesquelles une vision disciplinaire de la gouvernance prédomine. De ce fait, l'expertise financière et comptable contribue à l'accroissement de la pression disciplinaire sur les épaules du dirigeant. En revanche, la simple expertise financière du conseil d'administration n'est pas associée à un accroissement du niveau de conservatisme comptable. Enfin, seules les firmes possédant une gouvernance de qualité peuvent bénéficier de l'expertise comptable et financière de leurs administrateurs, ce qui est dans la lignée des travaux de DeFond, Hann, et Hu (2005). On constate donc qu'une telle expertise n'est efficace que dans le cadre d'une gouvernance de qualité, mais également qu'elle renforce à son tour la qualité de la gouvernance de la firme. Ainsi, l'ensemble de ces résultats suggèrent que la bonne activité du conseil d'administration permet de restreindre fortement les

mauvaises pratiques comptables et de contrôle interne. Une information financière de qualité est indispensable non seulement pour les actionnaires, mais également pour la mise en place d'une politique d'incitation et de rémunération optimale, comme nous allons à présent le voir.

b) La mise en place d'une politique d'incitation et de rémunération

L'autre grand aspect du rôle disciplinaire du conseil d'administration est la mise en place d'une politique d'incitation et de rémunération efficace incitant le dirigeant à prendre des risques pour accroître les performances de la firme et ainsi maximiser la richesse des actionnaires. La plupart des travaux traitant de ce thème de recherche sont relatifs à la théorie de l'agence. Cette dernière prédit qu'un conseil d'administration efficace fera en sorte de mettre en place des dispositifs de rémunération incitatifs, c'est-à-dire de faible montant et dont la valeur dépendra du risque et de la performance de la firme. Le plus souvent, le rôle de conception des dispositifs de rémunération est attribué au comité des rémunérations, qui peut être également parfois fusionné avec le comité des nominations. Le premier s'occupe de la politique de rémunération de l'ensemble des administrateurs, cadres, et salariés de la firme. Le second s'occupe du recrutement et du placement au sein de la firme de ces mêmes personnes. Ainsi, le plus souvent, les travaux en la matière traitent de l'influence de la qualité du comité des rémunérations sur la rémunération du dirigeant, et quelles sont les conséquences pour la performance de la firme.

Les travaux empiriques traitant de ce thème sont récents. Tout d'abord, Sun, Cahan, et Emanuel (2009) se demandent si la relation entre la performance future de la firme et la rémunération du dirigeant sur la base de stock-options est affectée par la qualité du comité des rémunérations. La qualité du conseil d'administration est caractérisée à l'aide de six indicateurs. Ces dernières sont la part d'administrateurs nommés au cours du temps passé en fonction par le dirigeant actuel, la part des membres possédant une expérience d'au moins dix ans au sein du conseil d'administration, la proportion d'administrateurs également dirigeants d'autres firmes, la part d'actions totales détenues par tous les membres du comité des rémunérations, la part des administrateurs possédant au moins trois autres mandats dans d'autres firmes, et enfin la taille du comité des rémunérations. Pour chacune de ces mesures, la relation positive entre la part des stock-options attribuées au dirigeant et la performance future de la firme est renforcée. De ce fait, le processus d'apprentissage suivi par les administrateurs

permet à ces administrateurs de mettre en place des politiques de rémunération de meilleure qualité dans la mesure où de telles politiques de rémunération sont beaucoup plus incitatives. On observe le même phénomène lorsque l'on s'intéresse seulement au comité des rémunérations (Sun et Cahan, 2009). Les mesures de la qualité du comité des rémunérations sont les mêmes que précédemment. Plus précisément, la relation entre la part de liquidités versée au dirigeant et la performance de la firme est plus forte lorsque le comité des rémunérations est de meilleure qualité. Cependant, un tel effet est moindre pour les firmes ayant de fortes opportunités de croissance. L'influence et le pouvoir de négociation du dirigeant au sein du conseil d'administration est également à prendre en compte dans l'efficacité du conseil d'administration en ce qui concerne la mise en place d'une politique de rémunération. Plus le dirigeant a un pouvoir de négociation important, plus il peut faire en sorte d'obtenir un dispositif de rémunération lui étant favorable (Chen, Liu, et Li, 2010). Plus précisément, la part de capital détenu par les dirigeants des entreprises chinoises ainsi que le fait pour ces derniers de présider le conseil d'administration conduisent à la mise en place d'une politique de rémunération moins incitative avec une plus forte part de liquidités dans la rémunération. Les dirigeants de telles firmes profitent de leurs relations politiques au sein du parti communiste chinois pour extraire des richesses des firmes. De même, la mise en place de mauvaises pratiques concernant les rémunérations à base de stock-options sont plus fréquentes lorsque le comité des rémunérations est de moins bonne tenue. Nous pensons notamment au fait d'antidater les stock-options des dirigeants. Cela consiste à faire coïncider le cours le plus bas de l'action avec la date d'émission des stock-options. Une telle pratique permet au dirigeant d'obtenir d'importants gains à la revente de ces stock-options. Ainsi Frankforter, Becton, Stanwick, et Coleman (2012) se sont intéressés aux caractéristiques du conseil d'administration et du comité des rémunérations qui pouvaient expliquer le fait que des stock-options puissent être ant-datées. Les firmes mettant en place une telle pratique sont celles dont le comité des rémunérations est de plus petite taille et ayant un rôle moindre dans la gestion des rémunérations. De plus, les dirigeants de ces firmes sont davantage rémunérés. Les résultats de tels travaux sont très intéressants dans la mesure où ils permettent de mieux comprendre le rôle fondamental des comités de rémunération pour éviter que des pratiques de rémunération exacerbant les conflits d'agence soient mises en place. Par conséquent, nous pouvons penser au vu de ces résultats qu'un conseil d'administration de qualité, et plus encore un comité des rémunérations compétent, sont davantage aptes à mettre en place une politique de rémunération plus efficace et limitant les conflits d'agence. On entend par politique de rémunération efficace une politique de rémunération qui incite le dirigeant à prendre des

risques pour faire en sorte que la firme soit plus performante. Cependant, d'après les travaux de Hermanson, Tompkins, Veliyath, et Ye (2012), le processus de conception des dispositifs de rémunération est bien plus complexe, et la seule théorie de l'agence n'explique certainement qu'une infime partie du processus. De plus, la performance ne s'explique pas seulement par une politique de rémunération de qualité. Il faut également que le conseil d'administration fasse en sorte de sélectionner un dirigeant dont le capital humain permettra à la firme de créer de la valeur. C'est l'objet de la partie suivante.

c) Sélection, suivi de la performance, et limogeage du dirigeant

Le dernier aspect du volet disciplinaire du conseil d'administration concerne la sélection, le suivi de la performance, et le limogeage du dirigeant. Les deux premiers aspects ont fait l'objet d'une littérature avant tout théorique, et dans une moindre mesure empirique. En revanche, le dernier aspect fait l'objet d'une littérature aussi bien théorique qu'empirique. Le conseil d'administration peut choisir de nommer le dirigeant de la firme en interne comme en externe. Un recrutement du dirigeant en interne est avantageux dans la mesure où le nouveau dirigeant possède déjà le capital humain adapté à la firme et nécessaire pour créer de la valeur pour les actionnaires. Il a déjà pu prendre connaissance des spécificités de la firme. En revanche, il sera beaucoup plus difficile pour ce dernier d'innover car il est déjà inscrit dans un processus de routine. A l'inverse, le fait d'embaucher un dirigeant en externe a pour conséquence de permettre à la firme d'innover. Borokhovich, Parrino, et Trapani (1996) s'intéressent tout d'abord à l'influence de la part d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration sur la probabilité d'embauche d'un dirigeant issu de l'extérieur de la firme. D'après les résultats de leurs travaux, la probabilité qu'un dirigeant externe soit embauché s'accroît en fonction de la part d'administrateurs indépendants. Cela peut s'observer quelle que soit la nature du départ. L'impact du choix d'un dirigeant à l'intérieur ou à l'extérieur de la firme est lourd de conséquences sur la valeur créée pour les actionnaires. Les firmes détruisent en effet de la valeur à la suite de l'embauche d'un dirigeant en interne. En effet, on peut observer des rendements anormaux fortement négatifs à la suite de la sélection d'un dirigeant issu de la firme, alors que l'inverse se produit lorsque le dirigeant est recruté à l'extérieur de la firme. De tels résultats permettent de penser que le recrutement d'un dirigeant en interne empêchera la firme de trouver de nouveaux relais de croissance. C'est pourquoi les dirigeants sont à présent le plus souvent recrutés à l'extérieur de la firme. Les travaux théoriques d'Hermalin (2005) parviennent à expliquer et prédire que les

dirigeants sont de plus en plus souvent embauchés en externe, avec un temps passé en fonction plus court, et un effort du dirigeant plus important en contrepartie d'une rémunération plus conséquente. Ce phénomène peut s'expliquer par un accroissement de la vigilance et de la rigueur disciplinaire du conseil d'administration à la suite du passage de la loi Sarbanes-Oxley. En agissant ainsi, les administrateurs font en sorte que le nouveau dirigeant ne puisse pas profiter des informations spécifiques à la firme dont il a pu prendre connaissance. Le risque de voir le dirigeant utiliser ces informations afin de s'enraciner est ainsi minoré.

Certains biais comportementaux peuvent également expliquer qu'un dirigeant soit sélectionné par le conseil d'administration (Goel et Thakor, 2008). Plus exactement, les dirigeants possédant un biais d'excès de confiance ont, selon les prédictions du modèle, davantage de chances d'être embauchés dans un contexte de gouvernance ayant pour but de maximiser la richesse des actionnaires. En effet, l'excès de confiance du dirigeant permet la maximisation de la richesse des actionnaires jusqu'à un certain seuil, mais cette richesse diminue si cet excès de confiance va au-delà de ce seuil : dans ce cas les dirigeants surinvestissent. Ainsi, le conseil d'administration refuse aussi bien les dirigeants en excès de confiance que les dirigeants trop timorés et faisant preuve d'une trop grande aversion au risque. Cette dernière peut être alors modulée par la politique de rémunération. A la suite du recrutement d'un dirigeant, le conseil d'administration met en place un système de suivi de la performance du dirigeant. La mise en place d'un tel système permet de savoir au fur et à mesure du temps qui passe si le dirigeant est capable de créer de la valeur pour les actionnaires. Un tel suivi de la performance sert également de base à la mise en place de dispositifs de rémunération et d'incitation optimaux. Ainsi, comme vu plus haut, le suivi de la performance est complémentaire de la mise en place de la politique comptable de la firme pour contrôler et inciter le dirigeant de façon optimale. Holmstrom (1999) est le premier à avoir étudié les problèmes qui découlent du suivi de la performance des dirigeants par le conseil d'administration. Dans ce modèle, le dirigeant souhaite accroître les performances de la firme du fait d'ambitions personnelles. Ses aptitudes sont révélées par un suivi périodique des performances. Le dirigeant n'a pas de contrat explicite. Cependant, son salaire dépend de ses résultats. Ces derniers sont pour leur part fonction du suivi mis en place par le conseil d'administration. Ainsi, un contrat implicite est établi. Il lie la performance actuelle à la rémunération future. De ce fait, un problème d'incitation émerge dans la mesure où le dirigeant souhaite agir de façon à accroître son salaire, que ce soit de façon vertueuse ou

malhonnête. Ainsi, l'auteur suggère que la valorisation du capital humain par l'obtention d'opportunités de carrière futures et la maximisation du capital financier doivent être faiblement corrélées afin que cela soit optimal pour la richesse des actionnaires. Nous pensons qu'il faut également tenir compte de la capacité du dirigeant à influencer les membres du conseil d'administration dans la mise en place d'un suivi de la performance. En effet, si le dirigeant dispose d'administrateurs sympathiques à son encontre, il peut alors exercer son pouvoir de négociation pour que les indicateurs de performance puissent être biaisés en sa faveur. De ce fait, il est important que le pouvoir de négociation du dirigeant soit réduit et que les administrateurs puissent faire preuve d'objectivité dans leur jugement. Par la suite, le modèle d'Hermalin et Weisbach (1998) vient compléter le modèle précédent. Il est structuré selon les étapes suivantes : tout d'abord on observe au cours d'une période donnée la performance du dirigeant. Au vu de cette performance, le conseil d'administration modifie son appréciation. Deux possibilités s'offrent alors aux administrateurs : soit ils limogent le dirigeant et en choisissent un autre parmi un ensemble de candidats potentiels, soit ils négocient avec lui pour modifier son salaire. L'organe de surveillance peut également modifier sa composition. Ensuite, le conseil d'administration décide d'obtenir ou non des informations supplémentaires concernant les aptitudes du dirigeant. La collecte de ces informations permet aux administrateurs de décider s'il maintient ou non le dirigeant à son poste. Le résultat de la firme réalisé suite à la décision du conseil d'administration dépend des aptitudes du dirigeant, qu'il soit en place ou nouvellement recruté. Les velléités d'obtention d'information par le conseil d'administration sont plus fortes lorsque ce dernier dispose d'une liberté de jugement vis-à-vis du dirigeant. L'indépendance du conseil d'administration dépend pour sa part du pouvoir de négociation obtenu par le dirigeant du fait de ses performances passées. Ainsi, d'après ce modèle, le suivi de la performance n'est efficace qu'en présence d'un conseil d'administration faisant preuve d'impartialité vis-à-vis du dirigeant. En cas de mauvaises performances de la firme, le conseil d'administration doit faire en sorte de limoger ce dernier. Cette décision découle des informations obtenues au cours des périodes de suivi de la performance. Plus précisément, la décision de limogeage du dirigeant dépend de la capacité des administrateurs à interpréter l'information qu'ils reçoivent. Celle-ci est fonction de la spécificité des actifs de la firme. Plus la firme possède des actifs spécifiques, plus il est important pour les administrateurs de disposer d'informations précises sur la firme et son dirigeant. Cela rend la décision de limogeage plus pertinente. Une littérature de plus en plus importante traite de l'influence du risque spécifique sur une telle décision. Bushman, Dai, et Wang (2010) prédisent au travers d'un modèle appuyé par une démonstration empirique

qu'une décision de limogeage du dirigeant est bien plus pertinente lorsqu'elle repose sur des informations obtenues après analyse du risque spécifique de la firme. En effet, ce type de risque indique quelle part de performance dépend réellement du dirigeant. Le risque systématique reflète davantage une performance échappant à son contrôle. Sur le plan empirique, on observe que la probabilité de limogeage du dirigeant augmente avec le risque spécifique mais diminue avec le risque systématique. Il est rationnel pour le conseil d'administration d'agir ainsi. En effet il lui est plus simple de déterminer quelles composantes de la performance n'ont pas été activées par le dirigeant. Il est par conséquent plus aisé de remplacer l'ancien dirigeant par un nouveau dirigeant au capital humain plus adapté aux spécificités de la firme. De plus, la sensibilité de la rémunération du dirigeant à la performance augmente fortement avec la part de risque spécifique. Cependant, pour que l'information soit convenablement interprétée et la décision de limogeage pertinente, les administrateurs doivent disposer d'un capital humain en adéquation avec les spécificités de la firme. Mais une décision de limogeage peut aussi être interprétée par les actionnaires comme un signal négatif quant aux compétences des administrateurs. La nécessité pour le conseil d'administration de connaître suffisamment les spécificités de la firme nous amène à évoquer le rôle d'accompagnement stratégique du conseil d'administration.

2. Le rôle d'accompagnement stratégique du conseil d'administration

L'autre grand rôle du conseil d'administration est l'accompagnement stratégique du dirigeant. Ce rôle est une contrepartie et un complément au suivi disciplinaire du dirigeant qui reste intéressé par l'investissement de son capital humain sans craindre un limogeage totalement injustifié. L'activité d'accompagnement stratégique du dirigeant par le conseil d'administration a été étudiée par la théorie de la dépendance aux ressources. Ce courant théorique conçoit le conseil d'administration comme une interface entre la firme et son environnement. Les administrateurs, du fait de leurs expériences passées et actuelles, sont pourvoyeurs de capital humain, d'informations et de ressources utiles pour la qualité de l'accompagnement stratégique du dirigeant.

a) *L'accès à l'information et aux ressources*

Le premier aspect du rôle d'accompagnement du conseil d'administration concerne l'accès du dirigeant à l'information, et dans une moindre mesure aux ressources. Même si la plus grande partie de la littérature concernant cette problématique relève du domaine du management stratégique, quelques travaux commencent à émerger dans le domaine de la finance. Il y a en effet un paradoxe. La théorie de l'agence est le plus souvent invoquée par les chercheurs en finance, alors même que les résultats empiriques valident la théorie de la dépendance aux ressources (Hillman, Withers, et Collins, 2009).

Pfeffer (1972, 1973) s'est penché sur le rôle d'accompagnement stratégique du conseil d'administration. D'après l'auteur, le conseil d'administration peut être vu comme une interface entre la firme et son environnement. Il est chargé d'informer le dirigeant sur le contexte économique de la firme en termes d'opportunités et de menaces. Sur la base de telles informations, le dirigeant peut choisir les projets dans lesquels la firme investira. En outre, le nombre de mandats à l'extérieur de la firme, et plus généralement le capital humain des administrateurs, va de pair avec la capacité d'informer et de conseiller le dirigeant de façon pertinente. Cependant, tous les conseils d'administration ne s'impliquent pas avec la même force dans la gestion de la firme (Pearce et Zahra, 1991). Certains conseils d'administration sont plus impliqués que d'autres dans la gestion de la firme sur le plan stratégique, alors que d'autres sont au contraire plus contraignants sur le plan disciplinaire. En revanche, seuls les conseils d'administration les plus impliqués sur le plan stratégique permettent aux firmes correspondantes de créer une plus grande valeur. Par la suite, les travaux de Schwartz-Ziv et Weisbach (2013) confirment le rôle important du conseil d'administration dans l'accompagnement stratégique. Leurs travaux se basent sur l'analyse des rapports d'activité des conseils d'administration de onze firmes israéliennes dans lesquelles l'Etat possède une part du capital. L'analyse de tels rapports permet de penser que le conseil d'administration a un rôle de suivi actif de la firme. Cela signifie qu'il accompagne le dirigeant dans la prise de décisions, sans pour autant en prendre lui-même. Il est néanmoins important de signaler que le dirigeant est actif dans le processus d'accès des administrateurs à l'information. Il doit en effet divulguer l'information aux administrateurs. De plus en plus de modèles se sont intéressés à la communication et à la circulation de l'information au sein du conseil d'administration, que ce soit entre administrateurs ou entre dirigeants et administrateurs (Adams et Ferreira, 2007 ; Malenko, 2011 ; Hermalin et Weisbach, 2012). Dans le second cas, le dirigeant doit divulguer

l'information aux administrateurs pour que ces derniers puissent le conseiller au mieux. Cependant, le dirigeant peut avoir des réticences à divulguer ses informations du fait de ses ambitions personnelles. Cela peut induire les administrateurs en erreur et conduire ces derniers à donner des conseils mal avisés. Les administrateurs ont également des ambitions de carrière et ces deux phénomènes interagissent. Cela cause des conflits au sein du conseil d'administration et conduit à une déstabilisation de la firme ainsi qu'à une destruction de valeur pour les actionnaires.

Les administrateurs ont également un rôle important concernant l'accès de la firme aux ressources. Ils permettent au dirigeant d'accéder aux ressources de manière à la fois indirecte et directe. Ces dernières peuvent être à la fois matérielles et immatérielles. Une telle contribution est dans un premier temps indirect dans la mesure où la qualité de leur travail d'information auprès du dirigeant permet à ce dernier de créer de la valeur. De ce fait, les administrateurs seront satisfaits des décisions prises par ce dernier et choisiront de le maintenir en fonction. Cependant, si tel n'est pas le cas, à savoir que le dirigeant prend des décisions destructrices de valeur, les administrateurs seront réticents à limoger le dirigeant, comme le prédit le modèle de Dow (2013). En effet, les velléités de carrière des administrateurs conduisent de façon paradoxale à un enracinement du dirigeant. Plus précisément, le conseil d'administration se montre réticent à limoger le dirigeant dans la mesure où cela envoie un signal négatif aux actionnaires en ce qui concerne leur aptitude à exercer leur rôle d'accompagnement stratégique. Ceci est d'autant plus vrai lorsque la firme change fréquemment de dirigeant. De ce fait, les actionnaires choisissent de se montrer beaucoup plus exigeants concernant le coût des fonds propres apportés à la firme. En effet, les actionnaires font face à un aléa moral relatif aux compétences des administrateurs et du dirigeant dans une moindre mesure. La firme aura ainsi beaucoup plus de difficultés à accéder aux ressources. Ce problème d'enracinement est exacerbé pour les firmes les plus dépendantes des marchés financiers. On peut ainsi observer qu'un jeu à trois parties se met en place entre le dirigeant, les administrateurs, et les actionnaires. Le dirigeant peut ainsi à tout moment choisir d'utiliser à son avantage l'une des parties contre la partie restante. Il peut également en être de même pour les administrateurs qui, pour préserver leur réputation ou du fait d'ambitions personnelles, se conforment scrupuleusement aux souhaits des actionnaires.

Les administrateurs peuvent également être beaucoup plus actifs pour permettre à la firme d'accéder aux ressources. En effet, ces derniers peuvent mettre à contribution leurs relations

pour permettre à la firme d'accéder à des ressources financières à moindre coût (Boyd, 1990). Bon nombre de travaux sont venus confirmer les résultats de Pfeffer (1972, 1973). C'est notamment le cas des travaux de Mizruchi et Stearns (1988, 1994) qui montrent que les firmes ayant les plus gros besoins de financement sont celles qui nomment des administrateurs travaillant au sein d'institutions financières. Plus exactement, le type de financement obtenu par les firmes dépend du type d'institution financière représentée au conseil d'administration (Stearns et Mizruchi, 1993). Ceci est conforme à l'analyse de Pfeffer et Salancick (1978) selon laquelle le conseil d'administration permet un accès plus aisé de la firme aux ressources. Cette facilité d'accès aux ressources est d'autant plus accrue que des administrateurs possédant une bonne réputation auprès des investisseurs sont présents au sein du conseil d'administration. De tels administrateurs permettent d'envoyer un signal positif concernant la qualité de la firme (Provan, 1980). Ils sont également très précieux pour l'entreprise et le dirigeant dans la mesure où ils possèdent de nombreux autres mandats au sein de conseils d'administration de diverses organisations. Du fait de leur expertise, les administrateurs sont pourvoyeurs de conseils pour le dirigeant. Les travaux de Kor et Misangyi (2008) montrent bien l'importance du rôle cognitif du conseil d'administration. Ces derniers mettent en évidence que le niveau d'expertise sectorielle de l'équipe de direction diminue avec le niveau d'expertise sectorielle du conseil d'administration. De ce fait, le conseil d'administration est un complément essentiel à l'équipe de direction générale. Cette dernière possède avant tout une expertise en gestion, alors que le conseil d'administration est là pour apporter des ressources intellectuelles qui aideront l'équipe de direction générale à prendre des décisions. De telles ressources cognitives et intellectuelles sont d'autant plus importantes que la firme se situe au début de son cycle de développement. Le dirigeant a alors besoin de conseils pour prendre les meilleures décisions pour la croissance de la firme dans un contexte incertain (Lynall, Golden, et Hillman, 2003 ; Gabrielsson, 2007 ; Daily et Dalton, 2003). De même, chaque profil d'administrateur est en adéquation avec les spécificités de la firme. Cela permet à l'entreprise de créer de la valeur (Hillman, Cannella et Paetzold, 2000). D'après ces auteurs on peut distinguer plusieurs profils d'administrateurs bien spécifiques. Certains apportent du capital humain. D'autres, spécialistes de l'apport d'une aide logistique, apportent des ressources à la firme. Enfin, certains administrateurs peuvent être qualifiés de propagandistes dans la mesure où leur réputation au sein d'une communauté de firmes permet à l'entreprise d'acquérir considération et prestige. Indirectement de tels administrateurs permettent à la firme d'acquérir des ressources plus tangibles et pécuniaires. Ces différents profils et leurs conséquences sur la performance de la firme sont étudiés par Kroll, Walters, et Le (2007) qui

s'interrogent sur l'influence de chaque type d'administrateur sur la performance des firmes à la suite d'une introduction en bourse. Ainsi, les conseils d'administration des firmes qui font leur entrée sur les marchés sont le plus souvent composés d'experts connaissant parfaitement les spécificités de la firme. En outre, la performance de la firme à la suite de son introduction en bourse s'accroît avec la part d'administrateurs experts et hautement qualifiés. La nécessité d'une adéquation entre un profil donné d'administrateur et les caractéristiques de la firme concernée se retrouve avec Jones, Makri, et Gomez-Mejia (2008) dans le cas d'entreprises familiales cherchant à se diversifier. Dans le cadre d'une telle configuration, les administrateurs possédant un capital social et relationnel important ont un rôle différent dans les entreprises familiales par rapport aux entreprises non-familiales. Plus précisément, les administrateurs ayant un capital social important incitent les administrateurs à diversifier la firme en partageant avec eux leurs savoirs et informations. De ce fait, les administrateurs appartenant à la famille détentrice de l'entreprise perçoivent alors comme moins dommageable le fait de diversifier la firme. Les administrateurs qui incitent le plus souvent la firme à se diversifier sont des experts ou des fournisseurs d'aide logistique.

Nous voyons ainsi que l'un des rôles fondamentaux du conseil d'administration est l'apport de ressources à la firme quelle que soit la nature de ces dernières. Néanmoins, cela n'est pas sans contraintes, notamment en termes d'allocation de ces ressources qui doivent être allouées à bon escient sans quoi les administrateurs se verraient discrédités.

b) La sélection des projets d'investissement de la firme et la mise en place de sa stratégie.

L'autre aspect important de l'accompagnement stratégique par le conseil d'administration est la sélection des projets d'investissement ainsi que la mise en place de la stratégie de la firme. Cette fonction est confiée au comité stratégique, ou encore à d'autres comités plus spécifiques et adaptés aux particularités de la firme. La capacité des administrateurs à conseiller convenablement le dirigeant dépend de leurs connaissances, mais également de leur éthique personnelle, notamment en ce qui concerne les ambitions personnelles de chacun. Nous définissons l'éthique personnelle d'un administrateur comme la probabilité pour ce dernier d'agir de façon honnête dans le cadre de ses fonctions. Même si cette mission du conseil d'administration est avant tout stratégique, un aspect disciplinaire est également sous-jacent dans la mesure où les conseils prodigués au dirigeant dépendent des informations transmises

aux administrateurs par ce dernier, ainsi que de ses ambitions futures. Ainsi, pour éviter d'être limogé, le dirigeant peut divulguer des informations conduisant à la mise en œuvre de projets d'investissements défavorables aux actionnaires. On peut donc analyser le processus de sélection des projets en termes de transfert d'information entre le dirigeant et les administrateurs.

Ce transfert d'information ne s'effectue pas de la même façon selon la composition du conseil d'administration. Très souvent, l'accroissement de l'indépendance du conseil d'administration se fait au détriment d'un accompagnement stratégique de qualité. En effet, il est souvent beaucoup plus difficile pour des administrateurs indépendants de collecter des informations sur la firme par rapport aux administrateurs non indépendants et ayant intérêt à ce que la firme soit bien gérée. En revanche, des administrateurs mieux informés et davantage intéressés à la bonne gestion de la firme sont plus aptes à collecter de l'information sur la firme et son environnement, et peuvent par conséquent mieux conseiller le dirigeant. Les administrateurs qualifiés d'indépendants sont moins bien informés que les administrateurs internes. Cela a été mis en évidence par Ravina et Sapienza (2010). En effet, les transactions effectuées sur les marchés d'actions par les administrateurs non indépendants sont plus rémunératrices que les transactions passées par des administrateurs indépendants, même si la différence est assez légère. Cependant, l'écart est plus important mais se réduit rapidement au fil du temps pour les firmes moins bien gouvernées au regard de la loi Sarbanes-Oxley. Ainsi, les administrateurs indépendants parviennent à acquérir des informations sur la firme de deux façons possibles : l'observation du fonctionnement de la firme, et plus vraisemblablement l'échange d'informations avec les administrateurs non indépendants. Enfin, comme le suggèrent les travaux de Gillette, Noe, et Rebello (2003, 2008), la présence d'administrateurs indépendants peut être bénéfique afin d'éviter que les ambitions personnelles diminuent la qualité de l'accompagnement stratégique du conseil d'administration. Nous verrons par la suite, conformément aux résultats d'un nombre croissant de travaux, que le fait de permettre au dirigeant de choisir les meilleurs projets pour la firme est le déterminant principal de la composition du conseil d'administration.

Ce que nous avons décrit plus haut a été tout d'abord analysé par les travaux de Song et Thakor (2006). Leur modèle étudie le processus de sélection des projets d'investissement au sein du conseil d'administration. Tout d'abord, le dirigeant émet des idées de projets d'investissements. Ensuite le conseil d'administration étudie ces projets pour dire si oui ou

non ces projets doivent être entrepris. La capacité du conseil d'administration à étudier la qualité des projets dépend de l'information révélée par le dirigeant aux administrateurs. Cette information révélée par le dirigeant au conseil d'administration est évidemment fonction des souhaits de carrière du dirigeant, mais également des souhaits de carrière des administrateurs. Les souhaits de carrière du dirigeant et des administrateurs interagissent au détriment de la bonne gouvernance de la firme. En effet, les administrateurs peuvent choisir de contenter le dirigeant en approuvant des projets d'investissement ne produisant pas de valeur pour les actionnaires dans le but d'obtenir des avantages de la part du dirigeant. Le dirigeant, quant à lui, peut choisir de révéler de l'information floue afin d'éviter que le conseil d'administration rejette des projets de moindre qualité. Ainsi, le modèle montre que les souhaits de carrière peuvent fortement influencer la qualité de l'accompagnement stratégique du conseil d'administration.

Pour éviter de tels désagréments et que les ambitions personnelles du dirigeant dégradent la qualité de la gouvernance de la firme, il peut être optimal que le dirigeant puisse ne pas redouter de sanction trop importante en cas d'erreur suite à la mise en place de mauvais projets d'investissements. C'est ainsi qu'Adams et Ferreira (2007) ont suggéré qu'un lien de confiance doit exister au sein du conseil d'administration entre ses membres et le dirigeant qui transmettra plus facilement de l'information fiable au conseil d'administration. Ainsi, les projets sélectionnés sont meilleurs et davantage créateurs de valeur pour les actionnaires. De même, le dirigeant peut agir en confiance et prendre des risques dans la mesure où il n'a pas à redouter de sanction en cas d'échec. Cela sera également davantage créateur de valeur pour les actionnaires.

Ainsi, le rôle d'accompagnement stratégique par un conseil d'administration ayant établi un lien de confiance avec le dirigeant peut être optimal pour les actionnaires (Casamatta et Guembel, 2010). En effet, si les administrateurs choisissent de remplacer le dirigeant alors que ce dernier a mis en place des projets dont lui seul a la maîtrise, alors il sera très difficile pour le successeur du dirigeant de reprendre la gestion de tels projets d'investissements. Il devra tout d'abord apprendre à exploiter ces projets, ce qui se fera aux dépens des actionnaires : ces projets n'auront pas été exploités au bon moment. C'est ainsi que le maintien en fonction du dirigeant permettra l'exploitation optimale des projets d'investissements mis en place. Sur le plan empirique, les prédictions précédentes ont été testées par Schmidt (2014) dans le cadre d'opérations de fusions-acquisitions. Plus précisément, les conseils

d'administration capables d'instaurer un climat de confiance en leur sein sont ceux qui créent le plus de valeur lors des opérations de fusions-acquisitions quand les besoins en conseil de l'acquéreur sont importants. En revanche, de la valeur est détruite lorsque l'acquéreur peut être l'objet de conflits d'agence. Ainsi cela nous suggère qu'il existe des paramètres de fonctionnement optimal du conseil d'administration dépendant des particularités de la firme. Nous allons à présent les passer en revue et nous verrons que le choix des caractéristiques du conseil d'administration reflète un arbitrage entre la qualité du suivi disciplinaire et la qualité de l'accompagnement stratégique du dirigeant.

B. Les caractéristiques du conseil d'administration et ce qu'elles impliquent en termes de gouvernance.

Nous avons vu précédemment que le conseil d'administration remplissait diverses tâches concernant la surveillance disciplinaire et l'accompagnement stratégique du dirigeant. Cependant, la qualité du travail du conseil d'administration dépend de diverses caractéristiques de ce dernier. Ces paramètres sont sa taille, sa composition, et la position hiérarchique du dirigeant en son sein. Les variations de chacune de ces caractéristiques accroissent l'importance de l'un des rôles, à savoir la surveillance disciplinaire ou l'accompagnement stratégique, aux dépens de l'autre. De la même façon, les variations de chacun de ces paramètres sont déterminées par d'autres spécificités de la firme.

1. La taille du conseil d'administration

a) La taille optimale du conseil d'administration, résultat d'un arbitrage entre rôle disciplinaire et accompagnement stratégique

La taille du conseil d'administration est vue par la théorie de l'agence comme le paramètre le plus important. En effet, dans un conseil d'administration de plus grande taille la probabilité est plus importante de trouver des administrateurs qui ne partagent pas les mêmes opinions que le dirigeant. De ce fait, il est plus difficile pour le dirigeant de faire accepter des décisions favorisant ses seuls intérêts. En France, le conseil d'administration doit comporter au minimum trois membres et au maximum dix-huit membres. Par souci de parité, le code de

commerce prévoit qu'il y ait autant que faire se peut un équilibre entre hommes et femmes. Une personne morale peut être également nommée administrateur.

On sait d'après la théorie de l'agence que le conseil d'administration est chargé d'exercer un contrôle disciplinaire sur les décisions prises par le dirigeant, ainsi que de défendre les intérêts des actionnaires. En revanche d'après la théorie de la dépendance aux ressources, le rôle du conseil d'administration est également de conseiller le dirigeant dans la prise de décisions stratégiques. C'est pourquoi la taille du conseil d'administration est un paramètre fondamental qui déterminera le fonctionnement du conseil d'administration et la qualité de la gouvernance. En effet, dans un conseil d'administration de petite taille le rôle d'accompagnement stratégique du conseil d'administration est beaucoup plus important. Il est alors plus aisé pour le dirigeant de faire accepter ses décisions à l'ensemble des membres du conseil d'administration. Cela diminue de fait l'efficacité du suivi disciplinaire. A l'inverse, lorsque le conseil d'administration est de trop grande taille, le rôle disciplinaire du conseil d'administration est beaucoup plus important. Il est alors beaucoup plus difficile de trouver un consensus et cela est coûteux pour l'entreprise. La complexité du processus de décision est d'autant plus forte que les administrateurs sont nombreux. Ainsi, un conseil d'administration de taille optimale permet d'une part de mettre en place un suivi disciplinaire du dirigeant plus adéquat, et d'autre part d'apporter une aide plus efficace au dirigeant lorsque ce dernier doit prendre des décisions.

Les résultats des travaux existant sur le sujet sont dans la lignée de l'analyse précédemment décrite. Tout d'abord, selon Pfeffer (1973), la taille du conseil d'administration dépend de la fonction de ce dernier ainsi que des relations de la firme avec son environnement stratégique. Les conseils d'administration dont le rôle d'accompagnement stratégique prédomine sont le plus souvent de taille plus restreinte afin de permettre une prise de décision plus rapide. Par la suite, Boone, Field, Karpoff, et Raheja (2007) se demandent quels sont les déterminants de la taille du conseil d'administration. On peut ainsi constater que sa taille évolue au fur et à mesure du développement de la firme. Ainsi, la taille du conseil d'administration augmente régulièrement après l'introduction en bourse de la firme, du fait notamment de l'entrée de nouveaux actionnaires au sein du capital de la firme. De surcroît, la taille du conseil d'administration augmente avec le niveau de diversification des activités de la firme. Enfin, elle s'accroît lorsque le dirigeant et son équipe de gestion disposent de facilités d'enracinement telles que les clauses de protection contre les offres de rachat de la firme ou

encore sa très faible diversification. En revanche, la taille du conseil d'administration diminue lorsque la firme possède d'importantes opportunités de croissance et que l'information est coûteuse à obtenir pour le dirigeant. Lehn, Patro, et Zhao (2009), en procédant de façon assez similaire, trouvent des résultats sensiblement proches. On peut en effet constater au vu de leurs résultats que la taille du conseil d'administration reflète un arbitrage entre le bénéfice de l'information apportée par un administrateur supplémentaire et le coût engendré par le fait que l'administrateur supplémentaire nommé au conseil d'administration puisse agir à la façon d'un passager clandestin en extrayant des bénéfices privés du fait de sa position et n'assume pas sa fonction de suivi du dirigeant. C'est le problème du passager clandestin (free-rider). De tels résultats impliquent que la taille du conseil d'administration reflète un arbitrage entre les coûts et les bénéfices du suivi stratégique et disciplinaire de la firme. Les auteurs montrent également que la taille du conseil d'administration s'accroît avec la taille de la firme et son niveau de diversification. En revanche, la taille du conseil d'administration diminue en fonction de l'importance des opportunités d'investissement et de croissance.

Ces résultats ont des implications importantes. Ainsi, le choix d'une théorie pertinente pour expliquer la taille du conseil d'administration dépend des caractéristiques de la firme, notamment la facilité pour le dirigeant d'accéder à l'information. Lorsque l'environnement économique de la firme est incertain et le coût d'accès à l'information important, il est alors préférable d'avoir un conseil d'administration resserré. Cela peut permettre à la firme de prendre des décisions de façon plus rapide, ce qui accroît la pertinence stratégique de ces dernières. D'une certaine façon, l'incertitude de l'environnement d'une firme en croissance peut être considérée comme un mécanisme de contrôle disciplinaire du dirigeant. Pour compenser cela, le conseil d'administration doit avoir la possibilité d'assumer pleinement son rôle d'interface entre la firme et un environnement incertain. Dans ce cas, les efforts déployés par le dirigeant pour s'enraciner sont créateurs de valeur dans la mesure où il souhaite être perçu comme créateur de valeur par les actionnaires. En revanche, lorsque le dirigeant peut accéder facilement à l'information, il est beaucoup plus aisé pour ce dernier de s'enraciner et de profiter de sa position et du prestige acquis auprès des actionnaires. Il peut ainsi extraire des bénéfices privés de son contrôle sur la firme et mettre en place des projets servant ses intérêts au détriment de ceux des actionnaires. Ainsi, l'incertitude vient dans ce cas précis du dirigeant et non plus de l'environnement. Le conseil doit alors changer de rôle et passer d'un rôle de suivi stratégique à un rôle de suivi disciplinaire. Les administrateurs doivent alors agir avec la plus grande objectivité possible. C'est pourquoi il est important que le conseil

d'administration soit d'une taille suffisamment importante pour qu'il puisse y avoir des opinions et des expériences suffisamment différentes pour analyser le bien-fondé d'une décision.

b) Les conséquences pour le dirigeant et la gouvernance de la firme

Nous avons pu constater que la littérature a étudié trois manifestations principales des conflits d'agence, à savoir les fraudes comptables, l'adoption de mesures de protection contre les offres de rachat, le changement de dirigeant. Néanmoins, en ce qui concerne la taille du conseil d'administration, le principal aspect étudié est le changement de dirigeant. De plus la littérature en la matière est assez peu nombreuse. Tout d'abord, Faleye (2004) montre que la probabilité pour le dirigeant d'être limogé pour cause de mauvaises performances diminue avec la taille de l'organe de surveillance. Cela signifie que les conseils d'administration de plus grande taille sont moins efficaces que ceux plus resserrés. En revanche, les résultats de Lau, Sinnadurai et Wright (2009) dans le cas des firmes australiennes sont à l'opposé de ceux précédemment exposés. En effet, dans le cas de l'Australie, un conseil d'administration de plus grande taille est plus enclin à limoger un dirigeant dont les performances sont médiocres. Les auteurs expliquent un tel résultat par le fait qu'en Australie, le nombre d'administrateurs au sein du conseil est moindre par rapport à d'autres pays tels que les Etats-Unis.

Ainsi, l'incertitude demeure quant à l'influence de la taille du conseil d'administration sur la probabilité de limogeage du dirigeant en cas de mauvaises performances. La taille du conseil d'administration influence non seulement la probabilité pour le dirigeant d'être limogé en cas de mauvaises performances, mais également la façon dont est mesurée la performance ainsi que la quantité d'information transmise par ces mesures. Vafeas (2000) puis Ahmed, Hossain, et Adams (2006) ont étudié l'influence de la taille du conseil d'administration sur la quantité d'informations transmises aux investisseurs par les chiffres comptables. Les résultats obtenus montrent que le niveau d'information transmise par les résultats comptables diminue en fonction de la taille du conseil d'administration. Ces deux travaux suggèrent ainsi que les conseils d'administration de grande taille sont moins capables de limiter les problèmes d'accès à l'information des investisseurs, et par conséquent à dissiper les conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires. Enfin, et de manière plus générale, nous pouvons être

davantage enclins à penser que la taille plus restreinte du conseil d'administration est plus efficace pour restreindre les conflits d'agence.

2. La composition du conseil d'administration

Après la taille, la composition est l'autre caractéristique fondamentale du conseil d'administration. La littérature existante l'étudie le plus souvent à l'aune de l'indépendance juridique telle que définie par les codes de bonne gouvernance de chaque pays. La forte indépendance du conseil d'administration est le plus souvent perçue comme une nécessité absolue pour toute firme désirant être bien gouvernée. Une telle conception de la gouvernance repose sur la théorie de l'agence dans la mesure où les administrateurs qualifiés d'indépendants au regard des codes de gouvernance sont supposés être capables de s'opposer aux décisions du dirigeant si nécessaire. Cependant, une telle conception de la gouvernance est de plus en plus remise en cause par des modèles considérant que la composition du conseil d'administration doit avant tout dépendre de la facilité d'accès à l'information pour le dirigeant. Cette analyse prend en compte la théorie de la dépendance aux ressources.

a) *La composition du conseil d'administration dépend des besoins de la firme*

L'indépendance du conseil d'administration présuppose que les administrateurs possèdent l'objectivité nécessaire pour un examen minutieux et scrupuleux des décisions prises par le dirigeant. En France, d'après le code AFEP-MEDEF, les sociétés qui ont un actionnaire de contrôle doivent comporter au moins un tiers d'administrateurs indépendants au sein de leur conseil d'administration. Lorsque l'actionnariat de la firme est dispersé, cinquante pour cent des administrateurs doivent être considérés comme indépendants d'après le code AFEP-MEDEF. La notion d'indépendance obéit à une définition rigoureuse, bien que le code AFEP-MEDEF laisse à la libre appréciation des membres du conseil d'administration la détermination de l'indépendance d'un administrateur. Plus précisément, un administrateur est considéré comme indépendant lorsqu'il n'est pas salarié de la firme ou d'une de ses filiales, lorsqu'il n'est ni client, ni fournisseur, ni banquier d'affaires de la firme au sein de laquelle il est administrateur, lorsqu'il n'a pas de liens familiaux proches avec le dirigeant, lorsqu'il n'a

pas été commissaire aux comptes au cours des cinq années précédentes, et enfin lorsqu'il n'a pas été administrateur de la firme depuis plus de douze ans.

Le fait que l'indépendance soit reconnue comme l'un des déterminants fondamentaux de la qualité de la gouvernance est basé sur la théorie de l'agence qui possède une vision disciplinaire du gouvernement d'entreprise. En revanche, du point de vue de la théorie de la dépendance aux ressources, l'indépendance du conseil d'administration peut être néfaste lorsqu'elle dissuade le dirigeant d'échanger des informations avec les administrateurs indépendants. De plus les administrateurs indépendants n'ont pas la même facilité d'accès à l'information que les administrateurs liés à la firme par des intérêts quelconques. Par conséquent, ils n'ont pas la même facilité à jouer le rôle d'interface entre la firme et son environnement.

Ainsi, le niveau d'indépendance du conseil d'administration possède des bénéfices et des coûts. Les bénéfices de l'indépendance du conseil d'administration résident essentiellement dans la possibilité de détecter plus facilement des mauvaises pratiques de gouvernance. Les coûts de l'indépendance résident, quant à eux, dans le fait de ralentir les transactions au sein du conseil d'administration en s'interrogeant sur le bien-fondé d'une décision stratégique pour le succès de la firme. Les conséquences de la discipline imposée par les administrateurs indépendants dépendent des caractéristiques de la firme. En effet, les dirigeants des firmes ayant des opportunités de croissance importantes ont davantage besoin de conseils tandis que le contraire est vrai dans le cas de firmes bien implantées.

Tout d'abord, la composition du conseil d'administration varie en fonction non seulement des performances de la firme mais également des changements en termes de gouvernance d'entreprise. Comme l'ont montré Hermalin et Weisbach (1988), un administrateur connaissant bien la firme entre au conseil d'administration lorsque le dirigeant quitte son poste afin de permettre à l'organe de surveillance de jouer son rôle d'interface entre la firme et son environnement. Il est également possible que le nouvel entrant prenne la place du dirigeant dans la mesure où ce dernier possède une bonne connaissance de la firme. Les auteurs montrent également que la part des administrateurs indépendants augmente lorsque les performances de la firme sont décevantes ou encore lorsque l'entreprise quitte un marché. Les auteurs interprètent ce résultat comme une sanction des membres de l'équipe dirigeante qui seraient responsables de mauvaises performances. Par la suite s'est développé un courant

théorique dérivé de la théorie de la dépendance aux ressources qui analyse la composition du conseil d'administration en termes de coûts d'acquisition de l'information. Tout d'abord, l'article de Boone et al. (2007) montre que la part d'administrateurs indépendants s'accroît de façon constante après une introduction en bourse. Le même phénomène se produit lorsque les fonds de venture capital vendent leurs parts. Cela illustre le fait que les dirigeants des firmes faisant face à d'importantes asymétries d'information telles que les firmes innovantes nouvellement introduites en bourse ont davantage besoin d'administrateurs connaissant bien les spécificités de la firme. Ils sont capables de créer de la valeur pour les actionnaires grâce à leurs conseils. Ainsi, les administrateurs considérés comme non indépendants jouent leur rôle d'interface entre la firme et son environnement et permettent au dirigeant d'acquérir des informations sur le contexte économique de la firme. Cela conduit ainsi le dirigeant à prendre des décisions créatrices de valeur. En revanche, les firmes arrivées en phase de maturité de leur cycle de vie possèdent une part d'administrateurs indépendants beaucoup plus importante. Cela est conforme à la théorie de l'agence qui prédit que le conseil d'administration doit être suffisamment indépendant pour surveiller au mieux le dirigeant. Ainsi, nous constatons que la théorie de la dépendance aux ressources est davantage pertinente pour rendre compte du fonctionnement du conseil d'administration des firmes en phase de croissance, tandis que la théorie de l'agence est pertinente pour décrire le fonctionnement des firmes arrivées à maturité. Enfin, les auteurs montrent que les firmes au sein desquelles l'influence du dirigeant est forte et non restreinte possèdent une part plus faible d'administrateurs indépendants. Cela implique que lorsque le dirigeant possède suffisamment d'influence au sein de la firme, ce dernier est capable d'agir sur la composition du conseil d'administration en nommant des administrateurs capables de lui apporter les meilleurs conseils et en qui il peut avoir confiance. Il lui sera alors beaucoup plus facile d'échanger des informations et de communiquer avec ces derniers. Ainsi, lorsque le dirigeant a une influence importante au sein du conseil d'administration, la composition de ce dernier peut être plus facilement analysé à l'aide de la théorie de la dépendance aux ressources. L'article de Lehn et al. (2009) est venu confirmer ces résultats en montrant que la part d'administrateurs indépendants augmente avec la taille de la firme tandis qu'elle diminue avec l'importance des opportunités de croissance. Par la suite, l'article de Duchin, Matsusaka et Ozbas (2010) est venu confirmer ces résultats en montrant que les firmes devant faire face à d'importantes incertitudes économiques font en sorte de minimiser la part des administrateurs indépendants. Cela diminuera leurs performances financières. Ce sera en revanche le contraire pour les firmes n'ayant pas à faire face à d'importants problèmes d'asymétrie d'information.

Nous pouvons dire à présent que les résultats précédemment décrits sont très intéressants dans la mesure où ils suggèrent que la composition du conseil d'administration peut s'analyser en termes d'incertitude et de coûts d'accès à l'information. Ainsi, lorsque la firme évolue dans un contexte économique incertain, alors le conseil d'administration doit être composé d'administrateurs ayant une bonne connaissance de la firme et de son environnement. En revanche, lorsque la firme a atteint la maturité et est bien connue des investisseurs, alors l'incertitude concerne avant tout le comportement du dirigeant et les projets mis en œuvre par ce dernier.

b) Les conséquences pour le dirigeant et la gouvernance de la firme

La littérature sur ce thème peut être articulée autour de deux axes principaux, à savoir les fraudes comptables et le changement de dirigeant. Des recherches ont été menées aux Etats-Unis, et quelques travaux ont été effectués en France. Beasley (1996) s'est intéressé en premier à l'influence de la composition du conseil d'administration sur les caractéristiques de l'information comptable. D'après lui, la probabilité pour la firme d'être impliquée dans une fraude comptable diminue avec la part des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration. En outre, la probabilité pour la firme d'être impliquée dans une fraude comptable diminue avec le temps passé par les administrateurs au sein de l'organe de surveillance, ainsi qu'avec le nombre de mandats au sein de conseils d'administration d'autres firmes. Cela incite à penser que les administrateurs indépendants suivent un processus d'apprentissage qui leur permet de détecter plus aisément les pratiques comptables frauduleuses. Pris dans leur ensemble, ces résultats sont conformes aux prédictions de la théorie de l'agence. Les bénéfices de l'indépendance du conseil d'administration sur la qualité des chiffres comptables et la transparence informationnelle vis-à-vis des investisseurs ont été par la suite largement corroborés par d'autres travaux, notamment ceux de Carcello, Hermanson, Neal, et Riley (2002). Leurs travaux s'intéressent entre autres à l'influence de l'indépendance du conseil d'administration sur le montant des honoraires d'audit payés par les firmes. Ces derniers augmentent avec la part d'administrateurs indépendants au sein de l'organe de surveillance. Cela suggère donc que les firmes dont le conseil d'administration est fortement indépendant sont davantage soucieuses de leur transparence vis-à-vis de leurs actionnaires. On sait en effet que le montant des honoraires d'audit indique aux investisseurs un souci de qualité de l'information transmise. Par la suite, Peasnell, Pope, et Young (2005)

s'intéressent à l'influence de la part des administrateurs indépendants sur les pratiques de manipulations comptables. On peut alors observer que la propension des firmes à avoir recours à des manipulations comptables diminue fortement avec la part des administrateurs considérés comme indépendants au sein du conseil d'administration. Enfin, les travaux d'Ahmed et Duellman (2007) ainsi que ceux de Garcia Lara, Osma, et Penalva (2007) s'intéressent entre autres à l'influence de la part des administrateurs indépendants sur le niveau de conservatisme des chiffres comptables, à savoir le fait de privilégier l'annonce de mauvaises nouvelles par rapport aux bonnes nouvelles. Dans les deux cas, on remarque que l'accroissement de la part d'administrateurs indépendants conduit à divulguer de façon privilégiée les mauvaises nouvelles par rapport aux bonnes nouvelles. Ces résultats suggèrent que les conseils d'administration fortement indépendants se servent du conservatisme comptable comme d'un outil de gouvernance pour restreindre la marge de manœuvre du dirigeant. De ce fait, un conseil d'administration fortement indépendant empêche le dirigeant de s'enraciner grâce à une politique comptable rigoureuse.

Néanmoins, le dirigeant peut contourner l'information comptable grâce à la mise en place de dispositifs de protection contre les offres de rachat. De telles clauses juridiques sont perçues comme un levier d'enracinement dans la mesure où cela empêche l'entreprise d'être rachetée et réduit fortement la probabilité pour le dirigeant d'être limogé. Cependant, il peut en être autrement si le conseil d'administration est suffisamment indépendant. Ainsi, Brickley, Coles, et Terry (1994), en procédant à une étude d'évènements, ont examiné la réaction des marchés financiers à l'annonce de la mise en place de mesures de protection contre les offres de rachat. A cette occasion, on a alors pu constater une réaction positive du marché lorsque le conseil d'administration était composé d'une majorité d'administrateurs indépendants. En revanche, la réaction des investisseurs est négative lorsque le conseil d'administration comporte une part importante d'administrateurs également cadres dirigeants de la firme. On peut déduire de ces observations que les investisseurs perçoivent le recours à des clauses de protection contre les offres de rachat comme une décision pertinente sur le plan stratégique lorsque le conseil d'administration comporte une forte part d'administrateurs indépendants. Néanmoins, le recours à une telle pratique est perçu comme une stratégie d'enracinement de la part du dirigeant lorsque le conseil d'administration comporte une faible part d'administrateurs indépendants.

Nous voyons donc que l'indépendance du conseil d'administration permet de modérer la marge de manœuvre du dirigeant au sein du conseil d'administration et de la firme. Ainsi un conseil d'administration fortement indépendant est une contrainte forte pour le dirigeant. Cela implique notamment une plus grande vigilance des administrateurs vis-à-vis des performances de la firme. De plus, un organe de surveillance possédant une forte part d'administrateurs indépendants est davantage positionné sur un rôle de surveillance disciplinaire. Par conséquent, un conseil d'administration fortement indépendant a davantage tendance à limoger le dirigeant en cas de mauvaises performances comme Weisbach (1988) a eu l'occasion de le montrer.

3. La position hiérarchique du dirigeant au sein du conseil d'administration

Nous avons vu précédemment que la composition du conseil d'administration, et tout spécialement la part d'administrateurs indépendants présents au sein du conseil d'administration, permettait de contraindre la marge de manœuvre du dirigeant au sein du conseil d'administration. Néanmoins, la position hiérarchique du dirigeant au sein de l'organe de surveillance lui permet de peser sur sa composition du fait de son pouvoir de négociation sur les autres administrateurs. Le pouvoir de négociation du dirigeant vis-à-vis des autres administrateurs est d'autant plus important que sa position hiérarchique au sein du conseil d'administration est élevée. Le dirigeant a trois positions hiérarchiques possibles : il peut présider le conseil d'administration, être simple membre, ou bien ne pas être présent au sein du conseil lorsque la firme choisit une structure duale avec un directoire et un conseil de surveillance. La position hiérarchique du dirigeant dépend des caractéristiques de la firme, et a des conséquences importantes sur la gouvernance de cette dernière.

a) Les déterminants de la place du dirigeant au sein du conseil d'administration

La position hiérarchique du dirigeant au sein du conseil d'administration est un élément essentiel de la gouvernance de la firme. En effet, le dirigeant est chargé de créer de la valeur pour les actionnaires. La place que ce dernier occupe au sein du conseil d'administration influence l'intensité des conflits d'agence qui peuvent exister avec les actionnaires.

En France, deux situations sont possibles : soit le dirigeant est absent du conseil d'administration, soit le dirigeant siège au conseil d'administration. Dans le premier cas, le conseil d'administration est appelé conseil de surveillance et le dirigeant est entouré d'autres managers de haut rang qui lui sont subordonnés pour former ce que l'on appelle un directoire. On parle alors de structure duale, avec un directoire et un conseil de surveillance. Lorsque le dirigeant siège au conseil d'administration, deux situations sont possibles : soit le dirigeant préside le conseil d'administration, et le dirigeant possède alors le titre de président directeur général, soit le dirigeant est un simple administrateur.

En France, de plus en plus d'entreprises choisissent de dissocier les statuts lorsque le dirigeant siège au sein du conseil d'administration. Cela permet ainsi d'éviter de donner au dirigeant un trop grand pouvoir de négociation vis-à-vis des autres administrateurs. Le dirigeant peut ainsi plus difficilement faire usage de son influence sur les autres administrateurs pour que ses décisions soient acceptées. De ce fait, il est plus aisé pour les administrateurs de faire preuve de neutralité dans leur suivi de la firme. Une telle vision est conforme à la théorie de la dépendance aux ressources dans la mesure où le dirigeant a toujours la possibilité d'être conseillé par les administrateurs du fait de sa présence au sein du conseil d'administration. Il peut également justifier ses choix auprès des administrateurs et ainsi pouvoir espérer davantage d'indulgence en cas de mauvaises performances. Par conséquent cela permet au dirigeant d'avoir une marge de manœuvre suffisamment importante pour mettre en œuvre sa vision stratégique et il peut de cette façon choisir de réaliser des projets plus innovants et créateurs de valeur pour les actionnaires sans craindre une sanction trop lourde. Une autre façon encore plus radicale de donner la possibilité aux administrateurs de faire preuve de neutralité et d'empêcher le dirigeant d'influencer le comportement des administrateurs est l'adoption d'une structure duale avec un directoire et un conseil de surveillance. Une telle structure est perçue en France comme la meilleure façon de rendre le conseil d'administration plus efficace en évitant les conflits d'agence entre le dirigeant et les actionnaires. Cette vision est influencée par la théorie de l'agence qui conçoit le dirigeant comme un acteur intéressé et cherchant à maximiser sa propre richesse. Ainsi, pour éviter cela, une gouvernance de qualité implique que les administrateurs puissent suivre de façon libre, désintéressée et objective la stratégie mise en place par le dirigeant sans subir son influence.

Les déterminants de la position hiérarchique du dirigeant les plus fréquemment évoqués dans la littérature sont la performance passée et la concentration du secteur d'activité de la firme,

les caractéristiques personnelles du dirigeant telles que l'âge, le temps passé en fonction, la composition de son dispositif de rémunération ou encore le fait que le dirigeant soit fondateur. La plupart des travaux réalisés ont été menés dans un contexte américain et traitent des déterminants du choix de dissociation des statuts de président du conseil d'administration et de directeur général. Une seule étude a été conduite dans un contexte français et traite des déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance : il s'agit des travaux de Godard (1998). Nous procédons de la manière suivante : nous traitons tout d'abord des différents points déjà étudiés par la littérature états-unienne, puis nous comparons ces résultats avec ceux obtenus par Godard (1998). Nous devons également préciser que, contrairement aux deux autres caractéristiques du conseil d'administration dont nous avons traité plus haut, une seule théorie permet d'expliquer la place qu'occupe le dirigeant au sein du conseil d'administration : il s'agit de la théorie de l'agence.

La performance passée de la firme est le paramètre certainement le plus étudié par la littérature. Harrison, Torres, et Kukalis (1988) sont parmi les premiers à montrer que de mauvaises performances passées accroissent la probabilité d'une séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général. Finkelstein et d'Aveni (1994) précisent ces résultats. Ils suggèrent en effet que de bonnes performances permettront au dirigeant d'avoir davantage de pouvoir au sein du conseil d'administration. Ces résultats sont différents de ceux d'Iyengar et Zampelli (2009) pour qui la performance de la firme n'influence pas la probabilité de dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général. Zajac et Westphal (1994) constatent, pour leur part, que la concentration du secteur d'activité de la firme à un niveau intermédiaire accroît la probabilité de cumuler les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général. De plus, la part d'administrateurs indépendants présents au sein du conseil d'administration accroît la probabilité de cumuler les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général. Nous pouvons ainsi supposer que l'indépendance du conseil d'administration et la position hiérarchique du dirigeant sont complémentaires. Une position hiérarchique plus forte du dirigeant au sein du conseil d'administration lui permet ainsi d'avoir un pouvoir de négociation plus important. Il semble également que le statut de fondateur du dirigeant ait une influence sur la position hiérarchique de ce dernier. Néanmoins, il n'existe aucune certitude à ce propos. En effet, alors qu'une étude menée par Daily et Dalton (1992) suggère que le statut de fondateur n'a pas d'influence sur la probabilité de dissocier les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général, les

résultats de Daily et Dalton (1993) indiquent que le statut de fondateur du dirigeant accroît la probabilité de cumuler des statuts de président du conseil d'administration et de directeur général. Enfin, Nelson (2003) observe quant à lui que le fait pour le dirigeant d'être fondateur diminue la probabilité de cumuler des statuts de président du conseil d'administration et de directeur général. Une telle étude a été menée sur des firmes nouvellement introduites en bourse. Finkelstein et d'Aveni (1994) montrent que la force du suivi disciplinaire mis en place par le conseil d'administration accroît la probabilité de cumuler les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général. De plus, le dirigeant parvient à assouplir le suivi disciplinaire du conseil d'administration du fait de son pouvoir informel et de son prestige. Par conséquent, un dirigeant ayant une renommée importante fera en sorte de conserver cette dernière en évitant de tromper les actionnaires pour accroître sa fortune personnelle.

La rémunération du dirigeant est également un déterminant important de la position hiérarchique de ce dernier. Ainsi, d'après Beatty et Zajac (1994) la structure du dispositif de rémunération du dirigeant influence la probabilité de cumuler les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général. Plus précisément, les dirigeants dont les dispositifs de rémunération sont les plus incitatifs et contraignants d'un point de vue disciplinaire du fait de leur variabilité, conduisent à un accroissement de la probabilité de cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général. On peut par conséquent penser que la structuration de la rémunération et le statut du dirigeant au sein du conseil d'administration se substituent l'une à l'autre dans la limitation des conflits d'agence. Ainsi, les résultats de Finkelstein et d'Aveni (1994) et de Beatty et Zajac (1994) suggèrent que certains leviers de gouvernance, les uns basés sur des mécanismes juridiques, et les autres basés sur des aspects purement psycho-sociaux, se substituent l'un à l'autre pour désamorcer les conflits d'agence.

Nous nous focalisons à présent sur les travaux de Godard (1998) qui étudie dans le cas français les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance. Autrement dit, l'auteur s'intéresse aux déterminants de la présence du dirigeant au sein du conseil d'administration. Il s'agit d'un thème légèrement différent de celui abordé par la littérature américaine, même si l'on traite toujours de la place occupée par le dirigeant au sein du conseil d'administration. Dans le cas français, les déterminants concernent avant tout la nature des actionnaires, ainsi que le secteur de la firme, l'intensité concurrentielle du

secteur et le niveau de risque de ce dernier. Plus précisément, une forte volatilité du secteur et une faible intensité concurrentielle diminuent la probabilité de présence du dirigeant au sein du conseil d'administration. Cela s'explique par le fait que le niveau de risque, et donc d'une certaine façon le dynamisme d'un secteur, rend beaucoup plus difficile la détection des abus commis par le dirigeant qui pourra tirer parti des fluctuations relatives à l'environnement sectoriel de la firme. Les aléas environnementaux relatifs au secteur de la firme permettent ainsi au dirigeant de réaliser des performances de façon opportune et il est alors difficile aux administrateurs de dire quelle part de la performance est directement liée au capital humain du dirigeant. Un conseil de surveillance est plus à même de réaliser un tel travail d'analyse du fait de la plus grande objectivité des administrateurs. Dans le cas d'un conseil d'administration, le dirigeant a alors la possibilité de trouver des justifications, ce qui peut potentiellement envoyer aux administrateurs un faux signal à propos du capital humain de ce dernier. En ce qui concerne la concentration du secteur, l'intensité concurrentielle accroît la probabilité de choisir un conseil d'administration dans le but d'accélérer les processus de prise de décision. Le dirigeant peut ainsi donner sa vision de la stratégie de la firme, et en retour les administrateurs corrigent ces décisions d'éventuels biais. De ce fait, les décisions sont prises plus rapidement et sont plus ponctuelles sur le plan stratégique, ce qui permet à la firme de créer davantage de valeur. Ce résultat est contraire à celui d'Iyengar et Zampelli (2009). Enfin, en ce qui concerne la structure de propriété, le choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance dépend de la nature des actionnaires, et non de la concentration du capital. Ainsi, les firmes contrôlées par une famille ont une probabilité beaucoup plus importante de mettre en place un conseil de surveillance. En effet, cela permet à de telles firmes ne disposant pas de ressources managériales internes de conserver le contrôle de la firme par le biais du conseil de surveillance. Ce résultat est conforme à celui de Nelson (2003) mais opposé à celui de Daily et Dalton (1993).

b) Les conséquences pour le dirigeant et la gouvernance de la firme

La littérature traitant de ce thème s'organise autour de différentes manifestations des conflits d'agence, à savoir les fraudes comptables, les mesures de protection contre les offres de rachat, et le changement de dirigeant. La plupart des travaux mentionnés ont été menés dans un contexte américain. Tout d'abord, il existe deux études qui traitent de l'influence de la place du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la pratique comptable. Ainsi,

d'après Davidson, Jiraporn, Kim et Nemeč (2004) la probabilité de pratiques comptables frauduleuses s'accroît lorsque le dirigeant cumule les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général. O'Connor, Priem, Coombs, et Gilley (2006) ont obtenu des résultats similaires. Ces derniers ont également constaté qu'un dispositif de rémunération comportant des stock-options accroissait encore davantage le risque de pratiques comptables frauduleuses lorsque le dirigeant préside également le conseil d'administration.

Ensuite, un autre aspect concerne l'influence de la place du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la mise en place de mesures de protection contre les offres de rachat. Tout d'abord, Mallette et Fowler (1992) ont pu établir que le cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général conduit à une plus forte probabilité d'adoption de mesures de protection contre les offres de rachat, même si l'indépendance du conseil d'administration modère de façon positive ce phénomène. Une telle situation est perçue comme un mauvais signal par les investisseurs, qui interprètent cela comme une volonté du dirigeant de tirer parti de sa situation pour s'enraciner. Ainsi, le fait de cumuler les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général va de pair avec une réaction très fortement négative des marchés financiers lorsque la firme adopte des mesures de protection contre les offres de rachat (Sundaramurthy, Mahoney, et Mahoney, 1997). Les travaux de Coles et Hesterly (2000) sont venus confirmer ces résultats.

Finalement, la littérature a également examiné l'influence de la place du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la décision de changer de dirigeant. Dans la plupart des cas, la propension à changer de dirigeant est moindre lorsque ce dernier préside également le conseil d'administration (Occasio, 1994). Cela a également des conséquences sur le choix du successeur du dirigeant. En effet, le cumul des statuts de président du conseil d'administration et de directeur général réduit fortement la probabilité de remplacement du dirigeant par une personnalité externe à la firme (Cannella et Lubatkin, 1993). Cependant, l'interaction de la performance et du cumul des statuts n'a pas d'influence sur la probabilité de remplacement du dirigeant. Enfin, d'après Goyal et Park (2002), le cumul des statuts de président du conseil d'administration et de directeur général diminue fortement la probabilité de changement de dirigeant. En outre, la décision de changer de dirigeant est bien moins sensible à la performance lorsque le dirigeant cumule les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général. L'ensemble de ces résultats laisse à penser que le

cumul des statuts de président du conseil d'administration et de directeur général favorise l'enracinement du dirigeant, et lui permet ainsi de plus facilement mettre en place des projets qui servent ses intérêts propres.

C. Coûts et bénéfices de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration

Nous avons vu que le conseil d'administration a deux rôles principaux, à savoir la surveillance disciplinaire du dirigeant et de l'équipe de gestion ainsi que l'accompagnement stratégique de ces derniers. Le conseil d'administration est même un complément indispensable à l'équipe de gestion. Nous venons également de voir que le fonctionnement du conseil d'administration dépend de diverses caractéristiques, notamment sa composition, qui est étudiée le plus souvent selon l'indépendance juridique des administrateurs. C'est un facteur clé pour comprendre le fonctionnement du conseil d'administration dans la mesure où les administrateurs indépendants ont plus difficilement accès à l'information relative à la firme. Par conséquent, de tels administrateurs sont bien moins aptes à conseiller convenablement le dirigeant sur le plan stratégique. Néanmoins, il n'est pas rigoureux de considérer l'indépendance du conseil d'administration uniquement sous l'angle de la simple indépendance juridique. Cela ne permet pas de prendre en compte de façon correcte les échanges d'information qui s'opèrent entre le dirigeant et les administrateurs. En effet, il peut parfois arriver que plusieurs administrateurs considérés comme indépendants par le code de gouvernance aient suivi le même parcours de formation que le dirigeant. Cela est d'autant plus probable en France que la très grande partie des membres du noyau dur ont suivi les mêmes parcours de formation au sein d'institutions telles que Polytechnique, l'ENA, ou encore HEC. Dans une telle situation, la nécessaire solidarité entre diplômés conduit à des échanges d'informations privilégiés entre le dirigeant et ses relations sociales. Cela crée de ce fait une asymétrie d'information entre les administrateurs. De plus, l'effet de groupe ainsi créé va exacerber les caractéristiques cognitives de ces administrateurs et modifier en profondeur le fonctionnement du conseil d'administration.

1. Les conséquences d'une diminution de la diversité au sein du conseil d'administration

La présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration a pour conséquence de faire diminuer mécaniquement la diversité cognitive. De ce fait, le dirigeant possède une marge de manœuvre beaucoup plus importante. Des décisions servant ses seuls intérêts peuvent ainsi être acceptées beaucoup plus aisément. Néanmoins, la présence d'administrateurs en relation avec le dirigeant peut être également bénéfique pour les actionnaires. En effet, le dirigeant peut échanger plus facilement des informations avec ses relations sociales. De ce fait, les conseils prodigués par les administrateurs seront de meilleure qualité.

a) Le suivisme de la part des administrateurs et un risque accru d'acceptation d'une mauvaise décision

La présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration implique une forte diminution de la diversité au sein de ce dernier. Cela est d'autant plus vrai dans le cas français que les similitudes cognitives des élites sont très fortes. En effet, la formation dispensée au sein des grandes écoles telles que Polytechnique, l'ENA, ou encore HEC est similaire. De plus, on sait d'après les travaux de McPherson, Smith-Lovin, et Cook (2001) que les similitudes sociales permettent l'émergence de réseaux intellectuels, religieux, et comportementaux. On appelle cela l'homophilie sociale (Marsden, 1987). Par la suite, McPherson, Smith-Lovin et Brashears (2006) ont cherché à savoir comment avait évolué l'homophilie sociale aux Etats-Unis sur une vingtaine d'années. Ils ont montré que la taille des groupes sociaux étudiés avait diminué fortement, et que parallèlement l'homophilie sociale au sein de ces groupes s'était très fortement accrue. Plus précisément, les individus au sein d'un groupe donné possédaient un niveau de formation très similaire. En revanche, la diversité raciale s'était accrue. Ces constats impliquent que les échanges d'informations entre individus sont devenus de plus en plus restreints au sein d'un groupe et distendus avec des personnes n'appartenant pas aux mêmes cercles.

Ce mouvement de concentration sociale se reflète dans la composition des conseils d'administration français. Les dirigeants ont en sorte de nommer des administrateurs qui partagent les mêmes caractéristiques psychosociales, notamment diplômés des mêmes

institutions. Cela a des conséquences fortes sur la façon dont fonctionne le conseil d'administration. On sait en effet qu'il a un rôle de surveillance disciplinaire du dirigeant et d'accompagnement stratégique, ce qui en fait l'organe majeur de prise de décision au sein de la firme. La surveillance disciplinaire implique la détection et le signalement d'éventuels abus et fraudes de la part du dirigeant, tandis que l'accompagnement stratégique implique la nécessité d'informer le dirigeant sur les coûts et les bénéfices d'une décision pour la firme. Par conséquent, il est important de tenir compte de la cognition des administrateurs pour analyser le fonctionnement et les dynamiques à l'œuvre au sein du conseil d'administration. Il est hautement probable que les processus cognitifs du dirigeant et des administrateurs soient proches lorsque la part d'administrateurs partageant des caractéristiques psychosociales similaires est importante. De ce fait, la capacité du conseil d'administration à s'opposer à de mauvaises décisions du dirigeant est fortement réduite. Dans le cas contraire, un conseil d'administration vaste et diversifié permet d'éviter de façon beaucoup plus certaine que de mauvaises décisions soient prises (Sah et Stiglitz, 1986 ; 1991). De surcroît, la tâche des dirigeants est complexe et nécessite la prise en compte de très nombreux paramètres. La subjectivité managériale caractérisée par un égo important et un excès de confiance en soi rend encore plus complexe ce processus de prise de décision. Par conséquent, il est nécessaire pour le dirigeant d'avoir une vision la plus large possible de la firme ainsi que de son environnement (Finkelstein et Hambrick, 1996). Cet argument se base sur des travaux expérimentaux (Kogan et Wallach, 1966 ; Moscovici et Zavalloni, 1969). Kogan et Wallach (1966) analysent la décision finale prise par un groupe comme une sorte de moyenne entre les différentes opinions en présence au sein du groupe. Les auteurs ont évalué la façon qu'avaient 103 lycéens et 103 lycéennes de prendre des décisions tout d'abord individuellement, puis en groupe, et enfin de nouveau individuellement. Les résultats ont montré que lorsque les lycéens devaient prendre des décisions au sein d'un groupe, ces derniers faisaient en sorte de modérer leur opinion afin d'avoir un avis davantage conforme à celle du groupe. Par la suite, lorsqu'ils devaient prendre la même décision de façon individuelle après leur passage au sein du groupe, l'effet modérateur du passage au sein du groupe était encore en vigueur. Moscovici et Zavalloni (1969) ont, pour leur part, comparé la façon qu'avaient 140 lycéens de prendre une décision en étant seul puis en groupe. On a alors pu constater que lorsque les lycéens devaient prendre une décision en groupe, ils avaient tendance à se rallier aux deux positions les plus extrêmes de l'échelle des choix possibles. De même, cette tendance s'est confirmée lorsque les lycéens devaient prendre la même décision lorsqu'ils étaient seuls. Ces résultats sont donc opposés à ceux de Kogan et Wallach (1966). Néanmoins, ils sont riches d'enseignement pour

comprendre la façon dont agissent le dirigeant et les administrateurs qui appartiennent aux mêmes réseaux. En effet, la forte solidarité qui existe entre les anciens d'une grande école pousse les administrateurs issus des mêmes réseaux d'anciens que le dirigeant à approuver de façon presque systématique les décisions prises par ce dernier, qu'il soit ou non présent au sein du conseil d'administration. De plus, ils font en sorte d'influencer les autres administrateurs pour qu'ils approuvent également les décisions prises par le dirigeant. Par conséquent, la présence de relations sociales (mêmes formations que le dirigeant) accélère le processus de prise de décision au sein de la firme. Nous venons de voir que la présence d'administrateurs en relation avec le dirigeant avait des conséquences fortes sur les processus décisionnels au sein de ce dernier. Nous allons voir à présent que les décisions acceptées par le conseil d'administration ne sont pas prises nécessairement dans l'intérêt des actionnaires.

b) *L'amplification des conflits d'agence mais également davantage d'innovation*

La proximité du conseil d'administration avec le dirigeant conduit de fait à des conflits d'agence mais également à un apport de capital humain supplémentaire. Selon la théorie de l'agence, la diminution du niveau de diversité du conseil d'administration et la rapidité dans la prise de décision qu'elle occasionne sera perçue de façon négative. En effet, le dirigeant est vu comme un agent économique nécessairement opportuniste qui fera en sorte de prendre des décisions qui lui sont favorables. Ainsi, les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration ne remettront pas en cause ses décisions. Cela est dû à la solidarité très forte qui existe entre les membres d'un même réseau d'anciens et à la gratitude qu'un administrateur aura à l'encontre du dirigeant qui l'aura nommé au sein du conseil d'administration comme le mentionnent Kang, Cheng, et Gray (2007) dans le cas de l'Australie. Ainsi, nous constatons que les notions d'indépendance et de diversité sont très proches, et lorsque des relations sociales du dirigeant sont présentes au sein du conseil d'administration la notion d'administrateur indépendant est de fait rendue caduque. D'ailleurs les dirigeants le savent parfaitement, et ils font très souvent en sorte de profiter de cette ambiguïté. C'est ce que montre l'article de Hwang et Kim (2009). En effet, d'après leurs résultats, si l'on se base sur la définition basique de l'indépendance d'un administrateur à savoir l'absence de liens de nature familiale ou financière avec la firme, alors dans 87% des cas les conseils d'administration peuvent être considérés comme indépendants. En revanche, en considérant l'absence de relations sociales comme critère d'indépendance, seulement 62%

des conseils d'administration peuvent être considérés comme indépendants. Les auteurs montrent également que les conseils d'administration non indépendants socialement permettent au dirigeant de s'octroyer plus facilement des avantages. L'article se base sur des données américaines. Les auteurs définissent les relations sociales comme les liens entretenus entre dirigeants et administrateurs dans le cadre des études, du parcours professionnel, la provenance de la même localité, ou encore le fait d'avoir accompli le service militaire ensemble. De telles caractéristiques sont particulièrement pertinentes dans le cas américain dans la mesure où les études occupent une place très importante. De plus le service militaire est un passage obligé pour chaque citoyen américain, et cela marque à jamais sa vie dans la mesure où cela permet un important brassage social et conduit souvent l'individu à se questionner sur ses choix futurs tout en créant des liens très forts avec les autres personnes effectuant le service militaire en même temps que lui. Enfin, le fait que le territoire soit immense conduit très facilement les individus habitant une même localité à être très solidaires entre eux. Il est très difficile d'exercer un contrôle informationnel sur de telles relations sociales, et de ce fait cela accroît la discrétion managériale et par conséquent le risque de comportements défavorables aux actionnaires.

Une telle composition du conseil d'administration est possible dans la mesure où le dirigeant peut nommer des relations sociales, ou du moins des personnes lui étant favorable (Cohen, Frazzini et Malloy, 2012) Ces auteurs constatent que les dirigeants nomment au sein de leur conseil d'administration des analystes qui étaient particulièrement élogieux envers le dirigeant et optimistes à propos des résultats de la firme. Ces analystes émettaient des prévisions de résultats très éloignées de ce que la firme publiait au final. Plus précisément, 82% des analystes nommés au sein d'un conseil d'administration émettent une recommandation forte, voire très forte à l'achat, contre 56,7% des autres analystes. De surcroît, les analystes nommés au sein d'un conseil d'administration étaient les plus optimistes lorsque la firme avait le plus besoin de ressources financières. Enfin, le fait de nommer de tels analystes au sein du conseil d'administration s'accompagne d'une plus grande présence de membres de l'équipe de gestion au sein du conseil d'administration, de mauvaises pratiques de gouvernance, ainsi que de manipulations des chiffres comptables et d'un accroissement de la rémunération du dirigeant. Pris dans leur ensemble, ces deux articles permettent de penser que le fait de nommer des administrateurs ayant des relations sociales difficiles à suivre sur le plan disciplinaire conduira à une détérioration de la qualité de la gouvernance. Nous verrons ultérieurement comment se manifeste cette détérioration de la qualité de la gouvernance.

D'autres travaux dans le domaine du management stratégique et n'ayant pas de lien avec la théorie de l'agence montrent que la diversité cognitive des administrateurs est une source très importante d'informations et de conseils précieux pour le dirigeant. Cela est d'autant plus vrai pour les firmes faisant face à des contraintes d'innovation. En effet, Kor et Sundaramurthy (2008), en étudiant le cas particulier des firmes de haute technologie, montrent que la vitesse de développement de la firme s'accroît en fonction du nombre de mandats externes des administrateurs qualifiés d'indépendants. Ces mandats externes sont exercés au sein de conseils d'administration de firmes du même secteur d'activité. Ainsi ces administrateurs apportent à la firme des idées nouvelles grâce à leurs expériences. Par conséquent, la diversité au sein du conseil d'administration est également source de capital humain. Siciliano (1996), Simons et Pelled (1999) puis Erhardt, Werbel et Shrader (2003) ont suggéré que la diversité au sein du conseil d'administration pouvait être un avantage concurrentiel pour la firme dans la mesure où cela lui permettait de se montrer beaucoup plus créative et ouverte à l'innovation. Plus tard, Anderson, Reeb, Upadhyay, et Zhao (2011) précisent ces analyses. Les résultats de Kor et Sundaramurthy (2008) montrent que la diversité au sein du conseil d'administration est bénéfique aux firmes considérées comme complexes du fait de leur taille ou de la diversité de leurs opérations. Cette même diversité peut être considérée comme néfaste lorsque la firme n'est pas complexe. De ce fait, la diversité permet d'apporter une meilleure compréhension de la firme lorsque cette dernière possède une activité diversifiée. En revanche, elle ralentit le développement de la firme lorsque cette dernière est en phase de croissance. Nous voyons donc que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration permet également d'apporter à la firme un capital humain non négligeable. Ce capital humain et ces ressources cognitives sont d'autant plus intéressants que la confiance existant entre le dirigeant et ses relations sociales lui permet de profiter pleinement de ces expériences.

c) Un meilleur soutien apporté au dirigeant du fait du lien de confiance entre dirigeants et administrateurs

Le fait de nommer des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration peut être bénéfique d'après la théorie de la dépendance aux ressources. En effet, les administrateurs proches du dirigeant permettent de diminuer les coûts d'accès à l'information et aux ressources. Il peut ainsi investir avec ponctualité dans des projets sans que ces derniers perdent de leur valeur. De surcroît, d'après bon nombre d'auteurs, le problème de la perte de

diversité au sein du conseil d'administration à la suite de l'entrée d'administrateurs en relation avec le dirigeant n'est pas véritablement dérangeant. Brancato et Patterson (1999), puis Carter, Simkins, et Simpson (2003) analysent la recherche de diversité au sein du conseil d'administration comme un objectif purement éthique propre aux sociétés occidentales sans réel fondement théorique ou juridique. Carter, D'Souza, Simkins, et Simpson (2010) appuient cette analyse. Ils mettent en évidence le fait que la diversité raciale ainsi que le respect de la parité homme-femme au sein du conseil d'administration sont sans effet sur la performance financière.

Un autre argument majeur en faveur de l'homogénéité du conseil d'administration est la cohésion et l'émulation au sein du groupe qui ne peut pas être productif si des conflits apparaissent en son sein. Ainsi, les groupes les plus homogènes et soudés sont plus efficaces car les individus se sentent obligés de suivre la tendance générale qui se dessine lorsque les membres du groupe travaillent ensemble. Cette tendance émerge d'autant plus rapidement que ses membres partagent des caractéristiques psychosociales fortement similaires (Ouchi, 1980 ; Wilkins et Ouchi, 1983). En outre, la meilleure circulation de l'information au sein d'une équipe homogène permet la réalisation de meilleures performances à court terme. En effet, la confiance est plus importante entre individus issus du même milieu social (Murray, 1989). Dans le cas d'un réseau d'anciens étudiants d'une grande école, la confiance est renforcée du fait de la solidarité entre tous les membres du réseau et cela permet d'échanger des informations à l'extérieur du conseil d'administration. Ainsi, le problème de l'accès à l'information pour les administrateurs reconnus comme indépendants au regard des règlements peut être résolu en nommant des administrateurs indépendants au regard du droit mais appartenant aux mêmes réseaux d'anciens étudiants que le dirigeant. De tels administrateurs peuvent accéder à l'information en échangeant avec le dirigeant dans un cadre informel. Ils peuvent également jouer un rôle d'intermédiaire informationnel entre le dirigeant et les administrateurs véritablement indépendants, c'est-à-dire sans aucune relation sociale avec le dirigeant.

Le rôle d'intermédiaires informationnels des administrateurs en relation avec le dirigeant a été analysé par un modèle d'Adams et Ferreira (2007). Ces derniers analysent l'arbitrage entre suivi disciplinaire et accompagnement stratégique que doivent effectuer les administrateurs. Cette dernière mission est beaucoup plus délicate s'ils ne disposent pas d'information de qualité. Le dirigeant est alors confronté à un dilemme : soit il divulgue de l'information aux

membres du conseil d'administration pour obtenir de bons conseils, soit il accepte le risque d'un durcissement du suivi disciplinaire mis en place par les administrateurs une fois cette information divulguée. Cependant, lorsque le conseil d'administration est en sympathie avec le dirigeant, il est beaucoup moins coûteux pour ce dernier de lui divulguer de l'information. Une telle communication d'information entre le dirigeant et les administrateurs qui lui sont affiliés est d'autant plus simple qu'ils sont issus d'un même réseau d'anciens étudiants d'une grande école. En effet, ils peuvent échanger des informations de manière encore plus simple dans un cadre informel à l'occasion des réunions qu'organise l'association des anciens élèves. La preuve empirique de telles pratiques a été mise en évidence par Shue (2013). Dans son article, l'auteur s'intéresse à la façon dont les relations entre anciens d'une promotion de MBA de Harvard influence les processus décisionnels. Cette dernière montre que les politiques de rémunération et d'acquisitions présentent de très fortes similitudes entre les membres d'une promotion donnée. L'auteur montre également que de telles similitudes sont renforcées et sont deux fois plus fortes qu'à l'accoutumée après une réunion d'anciens étudiants d'une même promotion. Nous voyons donc que la présence d'administrateurs sympathiques à l'encontre du dirigeant occasionne des modifications importantes, aussi bien positives que négatives, dans le fonctionnement du conseil d'administration. La diminution de la diversité sociale au sein de ce dernier va de pair avec une diminution de l'indépendance réelle du conseil d'administration du fait de la subjectivité de certains administrateurs à l'encontre du dirigeant.

2. Une diminution de l'indépendance pouvant occasionner du favoritisme et facilitant l'enracinement du dirigeant

La présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduit à de nombreuses déviations par rapport aux pratiques de bonne gouvernance traditionnellement perçues comme telles. Cela passe notamment par la mise en place d'une politique comptable plus laxiste et de pratiques de rémunération plus généreuses à l'encontre du dirigeant.

a) Les prédictions du modèle de Subrahmanyam (2008)

Nous allons tout d'abord traiter du modèle de Subrahmanyam (2008). Ce dernier montre empiriquement ses prédictions à la suite de son modèle. L'auteur se demande pourquoi les conseils d'administrations sont parfois incapables de détecter une fraude de la part du

dirigeant même s'ils le pressentent. L'hypothèse générale du modèle affirme que les relations sociales des administrateurs avec le dirigeant empêchent la mise en place d'une gouvernance de qualité. Les relations sociales du dirigeant sont en effet réticentes à pousser plus loin leurs investigations concernant le comportement du dirigeant. Cela risque de causer une rupture des relations qu'elles entretiennent avec ce dernier et certains de ses amis à l'extérieur de la firme. De ce fait, les administrateurs risquent une diminution de leur capital social. Cette diminution de la qualité du suivi du dirigeant par les administrateurs entraîne de façon concomitante une diminution de la qualité de l'information émise par le conseil d'administration. Finalement, la valeur de la firme diminue. En effet, les administrateurs font en sorte de diminuer la pression disciplinaire exercée par les chiffres comptables sur les épaules du dirigeant. Par conséquent, les relations contractuelles de la firme reposant sur ces chiffres comptables, notamment les contrats de rémunération du dirigeant mis en place par les administrateurs, sont rendus inopérants et perdent de fait leur pouvoir incitatif. Ainsi, le dirigeant fait moins d'efforts pour maximiser la richesse des actionnaires et cela entraîne une diminution de la valeur de la firme. De telles prédictions sont en ligne avec la théorie de l'agence.

Par la suite, l'auteur se demande s'il est toujours bénéfique pour la firme d'avoir le moins de liens sociaux possible avec les successeurs potentiels du dirigeant. Il montre qu'il est préférable que les administrateurs possèdent des liens sociaux avec les successeurs potentiels du dirigeant. Cela leur permet d'acquérir davantage d'informations utiles pour le choix du meilleur successeur possible du dirigeant compte tenu des spécificités de la firme. Ces informations sont d'autant plus fiables que les membres du conseil d'administration en relation avec le futur dirigeant sont nombreux. En effet, les différentes informations échangées par l'ensemble des administrateurs permettent de corriger progressivement les inexactitudes concernant les compétences du successeur. Par conséquent, cela conduit au recrutement d'un dirigeant plus apte à créer de la valeur pour les actionnaires. Néanmoins, il est plus aisé pour le dirigeant de s'enraciner au sein de la firme sans investir son capital humain lorsque ses relations siègent au conseil d'administration. Cela détruit par conséquent de la valeur pour les actionnaires. Ainsi, il est nécessaire d'arbitrer les coûts de mauvais suivi du dirigeant actuel avec les bénéfices du choix d'un bon successeur de ce dernier. Nous pouvons supposer qu'une présence importante des administrateurs sympathiques à l'encontre du dirigeant est bénéfique aux firmes ayant des spécificités fortes, tandis que cela est néfaste pour les firmes bien connues des investisseurs. En effet, lorsque l'asymétrie d'information est forte, les relations sociales permettent de diminuer les coûts d'acquisition d'information relatifs aux

caractéristiques du successeur du dirigeant. Cela permet de choisir ce dernier en adéquation avec les caractéristiques de la firme. Lorsque l'asymétrie d'information est faible, les relations sociales du futur dirigeant permettent uniquement de renforcer l'emprise du futur dirigeant et des autres administrateurs qui lui sont favorables. Ainsi, les relations entretenues entre les membres de l'élite managériale sont déterminantes dans la mise en place de pratiques de gouvernance. Nous allons voir à présent que ces prédictions théoriques se vérifient empiriquement.

b) Les travaux empiriques appuyant les prédictions de Subrahmanyam (2008)

La subjectivité existant entre dirigeants et administrateurs modifie substantiellement la façon dont la firme est gouvernée. Un nombre important de travaux empiriques ont été menés pour étudier l'influence des liens sociaux entre dirigeants et administrateurs notamment sur les politiques comptables et de rémunération.

(1) Une politique comptable plus laxiste

Tout d'abord, Hoitash (2011) s'intéresse à l'influence de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du comité d'audit sur la qualité des chiffres comptables. L'auteur montre que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du comité d'audit conduit à un accroissement de la qualité des pratiques comptables. De surcroît, la probabilité d'une demande de correction des chiffres comptables ainsi que la probabilité d'une défaillance dans le contrôle interne de la firme diminue fortement. De ce fait, on constate que la présence d'administrateurs favorables au dirigeant au sein du comité d'audit facilite la circulation d'informations entre les membres de ce dernier. Les travaux du comité d'audit sont donc facilités. Ces résultats contrastent en revanche avec ceux de Chaney, Faccio, et Parsley (2011) qui s'interrogent sur l'influence des relations politiques de la firme au sens large sur la qualité de l'information comptable divulguée par les firmes. Ceux-ci montrent que les relations politiques de la firme conduisent à une dégradation significative de la qualité de l'information comptable émise par cette dernière. D'après eux, un tel phénomène peut s'expliquer par le fait que les firmes disposant d'un capital social important font en sorte de se procurer des ressources financières à un coût moindre auprès de leurs relations politiques. De ce fait, ils n'ont pas à faire face à une demande d'information de qualité de la part des investisseurs. Les

travaux de Chidambaran, Kedia, et Prabhala (2012) complètent les résultats précédents. Ils se demandent en effet quelle est l'influence de la sympathie du conseil d'administration à l'égard du dirigeant sur la probabilité de pratiques comptables frauduleuses. Ils parviennent à montrer que la relation est différente selon la nature entretenue par les dirigeants et les administrateurs. Lorsque cette relation est de nature formelle, comme une expérience commune au sein d'une firme donnée, alors la probabilité de pratiques comptables frauduleuses diminue. En revanche, lorsque cette relation est de nature purement informelle, comme l'appartenance à un réseau d'anciens, alors la probabilité de pratiques comptables frauduleuses s'accroît. Par conséquent, les relations formelles sont facilement identifiables et beaucoup plus manifestes, c'est pourquoi il est beaucoup plus simple de surveiller ces relations sur le plan disciplinaire. En effet, si une fraude est détectée, cela jettera l'anathème sur tous les responsables de la mise en place de la fraude et ainsi la réputation des fraudeurs sera très fortement mise à mal. Cela peut également conduire à une forte perte en capital social. D'une manière générale, une perte en capital social est fortement gênante pour la firme et le dirigeant car elle peut entraver l'accès privilégié de la firme et du dirigeant aux ressources. En revanche, les relations informelles concernant par exemple l'appartenance à un club ou à une association d'anciens sont beaucoup plus difficiles à suivre sur le plan disciplinaire. Les résultats de Khanna, Han Kim, et Lu (2014) sont similaires à ceux précédemment décrits. Les auteurs vont également plus loin et décrivent de quelle façon se met en place le processus qui conduit à la fraude. Les relations sociales du dirigeant aident ce dernier à dissimuler ses fraudes. Cependant, même si la fraude est détectée, les relations sociales du dirigeant aident ce dernier à rester en place au sein de la firme. Par la suite, Bruynseels et Cardinaels (2014) ont étudié de manière plus spécifique quelles étaient les conséquences de la présence de relations sociales purement amicales du dirigeant non seulement sur les pratiques comptables, mais également sur la pratique du contrôle interne. D'un point de vue général, les résultats des auteurs sont venus confirmer les résultats de Chidambaran, Kedia, et Prabhala (2012). Plus précisément, les dirigeants possédant des relations sociales au sein du comité d'audit sont davantage susceptibles de recourir à des manipulations de résultats. De plus, la présence d'administrateurs en sympathie avec le dirigeant au sein du comité d'audit entraîne une diminution des frais d'audit externes. Enfin, la présence de relations sociales du dirigeant au sein du comité d'audit entraîne une diminution de la probabilité d'émission d'un avertissement concernant la détection de failles dans le contrôle interne. En revanche, lorsque les relations sociales du dirigeant ne sont pas amicales et sont présentes en tant que consultants au sein du conseil d'administration, alors cela n'affecte pas la qualité du contrôle

interne. Finalement, la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduit à une forte diminution du contenu informationnel des chiffres comptables (Bona-Sanchez, Perez-Aleman, et Santana-Martin, 2014). En revanche, les chiffres comptables des firmes pour lesquelles le dirigeant dispose de relations sociales au sein du conseil d'administration voient leur contenu informationnel accru lorsque la firme dispose d'un actionnaire majoritaire. Ainsi, la présence d'un tel actionnaire au sein du capital de la firme empêche le dirigeant et ses relations sociales d'opacifier le contexte informationnel de la firme. En effet, on sait qu'il est difficile de surveiller les relations informelles entretenues par un dirigeant avec les membres de son conseil d'administration. Le dirigeant et ses relations tiennent en effet à préserver leurs relations du suivi médiatique afin d'en préserver les spécificités et l'exclusivité. Cependant, l'actionnaire de référence s'oppose à cet état de fait et demande au dirigeant d'émettre des chiffres comptables informatifs s'il souhaite pouvoir toujours bénéficier de sa position et de ses relations avec ses amis présents au sein du conseil d'administration. On peut donc dire que la présence d'un actionnaire majoritaire au sein du capital de la firme est dissuasive pour les administrateurs en sympathie avec le dirigeant.

Nous devons également ajouter que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration s'accompagne d'une propagation des mauvaises pratiques de gouvernance mises en place par les relations de ce dernier à l'extérieur du conseil d'administration. Les administrateurs appartenant aux mêmes réseaux d'influence que le dirigeant s'efforcent de mettre en place des mécanismes d'enracinement afin de renforcer leur mainmise sur la firme. Ainsi, pour Davis (1991), la présence d'administrateurs présents au sein d'autres conseils d'administration permet de favoriser la mise en place de mécanismes de protection contre les offres de rachat. Cela indique que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration favorise les pratiques opportunistes de la part du dirigeant. Plus récemment, Bouwman (2011) constate que la propagation des pratiques de gouvernance entre les firmes s'effectue par l'entremise des administrateurs possédant un mandat au sein de plusieurs firmes avec des pratiques de gouvernance similaires. En outre, les firmes font toujours en sorte de nommer des administrateurs qui sont coutumiers de leurs propres pratiques de gouvernance. Les firmes évitent de nommer des administrateurs davantage ouverts au changement organisationnel. Ils pourraient en effet signaler d'éventuelles mauvaises pratiques de gouvernance. Enfin, les administrateurs présents au sein de plusieurs conseils d'administration propagent les diverses pratiques de gouvernance

auxquelles ils sont habitués au sein des firmes qui les ont nommés. Ainsi, la présence d'un administrateur au sein de plusieurs conseils d'administrations conduit à une convergence des pratiques de gouvernance (Calluzzo et Dong, 2013). De mauvaises pratiques de gouvernance d'entreprise au sein du secteur des fonds mutualistes se propagent aux firmes en portefeuille. Cela se fait par le biais d'administrateurs coutumiers de telles pratiques utilisées au sein de diverses institutions financières. Ces administrateurs sont présents au sein du conseil d'administration des entreprises concernées. De telles pratiques ont eu pour conséquences des licenciements massifs, des procès pour fraudes, ou encore des faillites. Dans leurs travaux, ces auteurs remettent en cause le manque d'indépendance des administrateurs vis-à-vis des équipes de gestion. Nous pensons qu'en France une telle remise en cause est quelque peu abusive dans la mesure où le manque d'indépendance des administrateurs et la solidarité de certains d'entre eux vis-à-vis du dirigeant sont fondamentales dans la mise en place de pratiques de gouvernance visant à favoriser l'enracinement du dirigeant. Les relations sociales du dirigeant issues des mêmes grandes écoles que ce dernier possèdent également d'autres mandats au sein d'autres firmes et ils font en sorte de s'inspirer des diverses pratiques d'enracinement au sein d'autres entreprises pour permettre à leur ami d'en bénéficier.

(2) Une politique de rémunération moins incitative et un limogeage moins dépendant des performances de la firme

On a vu que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduit à une propagation de mauvaises pratiques de gouvernance visant à favoriser le dirigeant. Cela concerne également les pratiques de rémunération. Hoitash (2011) a ainsi étudié de quelle façon la présence de relations sociales du dirigeant au sein du comité de rémunération mis en place par le conseil d'administration de la firme influençait le niveau de rémunération du dirigeant. Ses résultats indiquent que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du comité des rémunérations conduit à un accroissement de la rémunération du dirigeant. Renneboog et Zhao (2011) s'intéressent entre autres à l'influence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la structure des contrats de rémunération du dirigeant dans le cas des firmes britanniques. D'après les auteurs, la rémunération du dirigeant est fortement accrue lorsque le dirigeant dispose d'un réseau à l'extérieur de la firme. En effet, cela permet au dirigeant d'avoir accès beaucoup plus facilement à l'information, ce qui lui donne la possibilité de mettre en place des stratégies créatrices de valeur pour les actionnaires. La rémunération du dirigeant s'accroît également

lorsque ce dernier dispose de relations sociales au sein du conseil d'administration. Il est également rémunéré de façon beaucoup moins incitative lorsqu'il dispose de relations sociales au sein de l'organe de surveillance. En effet, la présence de relations sociales au sein du conseil d'administration conduit à la mise en place de contrats de rémunération beaucoup moins sensibles à la performance de la firme. Cela permet ainsi de retenir le dirigeant au sein de la firme, même en cas de mauvaises performances. De l'aveu même des auteurs, ces résultats indiquent que les effets des relations sociales du dirigeant sur la gouvernance de la firme sont à nuancer. En effet, certains contacts permettent d'apporter des informations et ressources à la firme et sont bénéfiques aux actionnaires, tandis que d'autres permettent d'accroître l'influence du dirigeant au sein de la firme. Cela est néfaste pour les actionnaires. Enfin, l'auteur confirme ses résultats en montrant que la rémunération du dirigeant est d'autant plus accrue et la sensibilité de cette dernière d'autant plus faible que le dirigeant est présent au sein du comité des rémunérations mis en place au sein du conseil d'administration. Ces travaux se basent également sur les résultats de Hwang et Kim (2009) qui étudient la façon dont sont rémunérés les dirigeants en fonction du niveau d'indépendance sociale du conseil d'administration. Ces derniers montrent que les organes de surveillance véritablement indépendants, à savoir lorsque les dirigeants ne sont pas en relation plus ou moins forte avec des administrateurs, rémunèrent dans une moindre mesure leurs dirigeants. De plus de tels conseils d'administration accordent au dirigeant des contrats de rémunération plus incitatifs dans la mesure où la rémunération est plus sensible à la performance de la firme. Enfin, les conseils d'administration véritablement indépendants entraînent un accroissement de la probabilité de limogeage du dirigeant en cas de mauvaises performances. Ces résultats suggèrent donc que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduit à la mise en place de dispositifs de rémunération plus favorables au dirigeant.

La présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration a d'importantes conséquences en termes de limogeage et de recrutement. Cela est vrai non seulement pour le dirigeant, mais également pour les administrateurs. Tout d'abord, Nguyen (2012) se demande de quelle façon la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration influence la gouvernance de la firme et le suivi du dirigeant. Comme peut le laisser supposer le modèle précédemment décrit, les relations sociales du dirigeant peuvent permettre d'apporter des voies nécessaires à ce dernier pour la mise en place de sa stratégie. Cela permet ainsi de renforcer le contrôle du dirigeant et de son réseau sur la firme.

L'auteur se demande comment le conseil d'administration réagit en cas de mauvaises performances du dirigeant lorsque des administrateurs en sympathie avec ce dernier sont présents. On constate une diminution de la probabilité de limogeage en cas de performances médiocres. Cela suggère que les relations sociales du dirigeant font en sorte de diminuer la pression disciplinaire que le conseil d'administration est censé exercer sur le dirigeant dans le but de conserver le bénéfice de leurs relations avec ce dernier. Kramarz et Thesmar (2013) précisent ces résultats et montrent que la sympathie du conseil d'administration à l'égard du dirigeant a des conséquences fortes sur la composition de ce dernier. Tout d'abord, les dirigeants issus de la haute fonction publique font en sorte de nommer des administrateurs diplômés des mêmes écoles qu'eux-mêmes. Par la suite ces derniers font en sorte de nommer d'autres administrateurs appartenant aux mêmes groupes d'intérêts. Comparativement, les autres membres du conseil d'administration appartenant à d'autres réseaux ne font que très peu d'efforts pour nommer d'autres administrateurs afin de faire décroître l'influence du dirigeant sur la firme. De cette façon le dirigeant peut beaucoup plus aisément s'enraciner. Cette composition du conseil d'administration est lourde de conséquences en termes de gouvernance. En effet, la présence d'administrateurs sympathiques à l'encontre du dirigeant conduit à un accroissement significatif de la rémunération du dirigeant. De plus, tout comme Nguyen (2012), les auteurs constatent que le limogeage du dirigeant est beaucoup moins probable en cas de mauvaises performances de la firme. Enfin, le dirigeant est soutenu dans sa politique d'acquisition par les membres de son réseau présents au sein du conseil d'administration. Cette politique d'acquisition ne fait que servir ses intérêts ainsi que ceux du noyau dur.

Ces résultats sont similaires à ceux présentés par Cohen, Frazzini et Malloy (2012) dans le cas états-unien. Les opérations de fusions-acquisitions sont des cas particuliers de politique et d'allocation des ressources financières par la firme. Nous allons à présent voir quelles sont les conséquences de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur les autres aspects de la politique financière.

D. Les conséquences de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration en termes de politique financière et de performance

Nous venons de voir que la présence d'administrateurs sympathiques à l'encontre du dirigeant a d'importantes conséquences en termes de gouvernement d'entreprise. Or on sait que la politique financière de la firme se met en place sur la base de sa gouvernance. Ainsi, nous allons voir à présent que les conséquences sur la politique financière de la firme, et les performances qui en découlent, sont nombreuses.

1. Les conséquences en termes d'accès aux ressources financières

La présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration est cause d'incertitude pour les financeurs de la firme, aussi bien les actionnaires que les créanciers. En effet, le dirigeant et ses relations au sein de la firme peuvent faire en sorte de favoriser certains managers de division au détriment d'autres, même si leurs performances sont médiocres. Néanmoins, la confiance existant entre le dirigeant et ses relations sociales permet des échanges d'information plus fluide, ce qui est bénéfique au bon suivi des contrats de financement.

a) L'accroissement du coût des ressources financières

Il existe quelques travaux empiriques dont les résultats suggèrent que le capital social de la firme permet à cette dernière un accès facilité aux ressources financières. En effet, comme le prédit la théorie de la dépendance aux ressources, le capital social de la firme occasionne une diminution des coûts d'information ainsi qu'une diminution du coût des ressources financières. Tout d'abord, Boubakri, Guedhami, Mishra, et Saffar (2012) s'interrogent sur l'influence des relations politiques de la firme sur le coût du capital implicite, autrement dit le coût des fonds propres accordés par les actionnaires aux firmes. Les auteurs constatent que les firmes possédant un capital social important voient le coût de leurs fonds propres diminuer fortement. De plus, la proximité et la force des relations sociales vont de pair avec une diminution encore plus forte du coût du capital. Enfin, cette baisse du coût du capital est également influencée par l'environnement juridique de la firme. Plus précisément, la relation est encore plus forte lorsque la firme se situe dans un contexte politique peu démocratique, avec une forte corruption et un faible développement des marchés financiers. Cela suggère que les firmes bénéficient d'autant plus de leurs relations politiques que l'environnement juridique est opaque. Ainsi, il est beaucoup plus difficile de suivre sur le plan disciplinaire les relations entretenues par la firme. Cette dernière peut alors avoir beaucoup plus aisément

recours à des pratiques comptables frauduleuses pour diminuer le coût de ses ressources financières. De même, Chaney et al. (2011) observent que les firmes disposant d'un capital social ne voient pas le coût de leur dette augmenter, alors que c'est le cas pour les firmes ne disposant pas de capital social. Cela indique que les relations sociales dont dispose la firme jouent le rôle d'intermédiaires informationnels auprès des banques et des institutions financières. Par conséquent, cela dispense d'une certaine façon la firme de divulguer de l'information comptable de qualité. Enfin, le capital social des firmes américaines influencent le coût et les arrangements contractuels des prêts bancaires (Houston, Jiang, Lin, et Ma, 2014). En effet, les firmes disposant d'un capital social important, notamment au sein des institutions gouvernementales, voient le coût de leurs emprunts bancaires diminuer. De plus, les conditions contractuelles de leurs contrats de dettes deviennent beaucoup moins contraignantes. La relation est encore plus forte lorsque la firme fait face à des difficultés financières. Ainsi, on peut dire d'une certaine façon que le capital social de la firme permet d'accroître la crédibilité des firmes. Par conséquent, elles ont la possibilité de s'endetter davantage pour créer de la valeur.

b) Une inefficience accrue du marché interne du capital

Le capital social a non seulement des conséquences sur le marché des capitaux externes mais également sur le marché des capitaux internes à la firme (internal capital markets) ainsi que sur le marché des fusions-acquisitions (market for corporate control). En ce qui concerne les inefficiences du marché des capitaux internes, elles sont notamment causées par les jeux de pouvoir entre le dirigeant et les autres cadres dirigeants de la firme, notamment les responsables de filiales et de branches. Le plus souvent, les relations entretenues par les dirigeants avec ces responsables de branche conduisent à du favoritisme de la part du dirigeant à l'égard de ces derniers. Cela entraîne la mise en place de projets d'investissement moins efficaces qui ne créent pas de valeur pour les actionnaires. En ce qui concerne les fusions-acquisitions, nous allons voir que le capital social permet de créer de la valeur lorsque le dirigeant de la firme acquéreuse a besoin d'être conseillé pour pouvoir exploiter au mieux la firme nouvellement acquise.

En ce qui concerne le marché interne du capital, Xuan (2009) met en évidence le fait que les filiales au sein desquelles le dirigeant précédent n'a pas travaillé se voient attribuer davantage de ressources financières que les autres filiales du groupe. De telles pratiques sont encore plus

fréquentes lorsque le dirigeant nouvellement recruté dispose de peu d'autorité. Il en est de même lorsque les filiales concernées possèdent un fort pouvoir de négociation. En outre, les dirigeants disposant d'un capital humain très pointu et spécialisé mettent en œuvre des projets d'investissements peu efficaces lorsque la firme est bien diversifiée. Selon l'auteur, ces résultats suggèrent que le dirigeant nouvellement désigné cherche ainsi à obtenir la coopération des dirigeants de filiales auparavant délaissées ou possédant un poids politique au sein de la firme. Par la suite, Gaspar et Massa (2011) ont étudié les conséquences de l'existence de relations sociales entre le dirigeant et les responsables de filiales. Ces derniers observent que l'existence de relations sociales entre le dirigeant et les responsables de filiales incite le dirigeant à investir davantage de ressources dans les filiales correspondantes. De ce fait ces filiales font face à moins de contraintes financières. Cela permet à la firme de créer davantage de valeur pour les actionnaires. Glaser, Lopez de Silanes, et Sautner (2013) apportent davantage de précisions en étudiant les mécanismes d'allocation des ressources financières entre les filiales au sein d'un conglomérat. Ces derniers mettent en avant le fait que les dirigeants de filiales davantage en relation avec le dirigeant se voient attribuer davantage de ressources financières, notamment après l'apparition de contraintes financières. Cela entraîne une destruction de valeur pour les actionnaires. Enfin, Duchin et Sosyura (2013) viennent nuancer ces résultats. En effet, ils montrent que les responsables de filiales possédant des relations avec le dirigeant sont favorisés, tant sur le plan de l'allocation des ressources que sur l'évolution de leur carrière au sein de la firme. Les conséquences en termes de création de valeur dépendent des caractéristiques de la firme. Plus précisément, lorsque l'entreprise possède des spécificités très fortes, alors les relations sociales existant entre le dirigeant et les responsables de filiales permettent à la firme de créer de la valeur. Un transfert d'information et de ressources s'opère en effet entre le dirigeant et les responsables de filiales qu'il connaît. Dans le cas contraire, le favoritisme pratiqué par le dirigeant vis-à-vis des responsables de filiales conduit à une destruction de valeur.

c) Des conséquences néfastes sur la réussite du processus de fusions-acquisitions

Comme nous l'avons évoqué plus haut, le processus de fusions-acquisitions est un cas particulier d'allocation du capital. En effet, dans une telle situation, le dirigeant de la firme choisit d'allouer une partie des ressources de la firme dans des actifs permettant à la firme de créer plus ou moins de valeur. Il s'agit d'un investissement lourd de conséquences pour le

futur de la firme. C'est pourquoi le dirigeant doit être bien informé avant de prendre une telle décision. Ainsi, la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration peut permettre un tel apport d'informations. Cependant, nous avons également pu voir que les administrateurs sympathiques à l'égard du dirigeant incitent parfois le dirigeant à se lancer dans des acquisitions servant ses seuls intérêts. Les relations sociales qu'entretiennent les dirigeants entre eux permettent d'accroître fortement la probabilité de réussite du processus d'acquisition. Ainsi, d'après les résultats de Chikh et Filbien (2011) les dirigeants disposant d'un capital social important finalisent de façon beaucoup plus probable une acquisition dans la mesure où ces derniers disposent d'informations privilégiés. De surcroît, même si le marché perçoit de façon négative le fait de procéder à une telle acquisition, les relations sociales du dirigeant confortent ce dernier dans sa décision. Cela motive ainsi le dirigeant à aller jusqu'au bout du processus. Par la suite, Renneboog et Zhao (2013) montrent que les dirigeants et les firmes disposant d'un capital social important se lancent plus facilement dans une politique d'acquisitions. Cela suggère que ces derniers possèdent davantage d'informations du fait de leurs relations. De ce fait, ils sont capables de savoir lorsque les conditions de marché sont les plus propices pour réussir leurs acquisitions. Les négociations lors du processus d'acquisition sont plus courtes, ce qui est une preuve supplémentaire du transfert d'information entre le dirigeant et ses relations sociales.

2. Les conséquences en termes de choix d'une structure de financement

La présence d'administrateurs en sympathie avec le dirigeant a des conséquences non seulement sur l'allocation des ressources de la firme, mais également sur le type des ressources employées. En effet, tous les financeurs n'ont pas la même sensibilité vis-à-vis d'une allocation de ressources données. De nombreux articles montrent que les firmes disposant d'un capital social important possèdent un endettement plus important. Cela est dû au fait que les relations sociales du dirigeant, et le cas échéant de la firme, ont un rôle d'intermédiaire informationnel entre la firme et les institutions financières. Il peut également arriver que le dirigeant possède des relations sociales au sein de banques d'affaires. Par conséquent, la firme peut s'endetter à moindre coût sans avoir à transmettre aux marchés financiers une quantité trop importante d'informations. Tout d'abord, Faccio (2006) puis Boubakri, Cosset, et Saffar (2008) montrent que la firme possède un capital social du fait de ses relations avec le monde politique et la haute fonction publique. De surcroît, les firmes

disposant d'un capital social possèdent un endettement plus important. La structure de propriété de ces firmes se caractérise par une part importante mais non majoritaire détenue par l'Etat. Faccio (2006) précise que les relations entre les dirigeants d'entreprise et le monde politique sont beaucoup plus fréquentes dans les pays avec une forte corruption. Faccio (2010) se demande si les différences qui existent entre les firmes disposant d'un capital social et celles n'en disposant pas sont communes à tous les pays, ou bien si ces différences dépendent des pays et/ou de la nature du capital social étudié. L'auteur se demande également si de telles différences dépendent de la sévérité avec laquelle chaque pays lutte contre la corruption. Dans cet article, l'auteur s'intéresse encore une fois aux relations de nature politique, à savoir les relations que possèdent les dirigeants au sein du gouvernement ou encore dans la haute fonction publique des pays concernés. L'auteur montre ainsi que les firmes disposant d'un capital social sont plus endettées que les autres firmes. Ces dernières paient également moins d'impôts et possèdent un pouvoir de marché plus fort. Ainsi ces différences sont encore plus fortes lorsque la relation de la firme occupe une position élevée au sein de la haute fonction publique ou encore du gouvernement du pays concerné. De surcroît, les différences entre les firmes disposant d'un capital social et les autres sont également plus marquées lorsque le pays considéré n'a pas mis en place une politique de lutte efficace contre la corruption. Ces résultats sont les mêmes pour les pays développés et les pays en voie de développement, même si les différences sont davantage marquées pour les pays en voie de développement. Ces résultats sont intéressants pour la France. On sait en effet qu'il existe de nombreux dirigeants disposant de relations sociales au sein de la haute fonction publique du fait d'un grand nombre de passerelles entre secteur public et secteur privé. (Kadushin, 1995). Un autre article de Faccio, Masulis, et McConnell (2006) étudie l'influence du capital social de la firme sur la probabilité pour une firme en difficultés financières de se voir renflouée. Les auteurs montrent que les firmes qui possèdent un capital social constitué de personnalités présentes au sein d'organisations étatiques ont une probabilité beaucoup plus forte de se voir proposer un plan de sauvetage. De surcroît, les firmes possédant un capital social ont de plus fortes chances d'être à leur tour renflouées lorsque l'état dans lequel leur siège social est situé est lui aussi renfloué. Enfin, les auteurs montrent que la performance des firmes disposant d'un capital social est médiocre pendant et après le plan de sauvetage. De tels résultats suggèrent que le capital social, notamment lorsque ce dernier est fortement lié à l'état, peut être source de mauvaise allocation des ressources financières.

3. Les conséquences en termes de création de valeur par la firme

a) Des résultats parfois contrastés en ce qui concerne la valeur créée par les relations sociales lors du processus de fusions-acquisitions

Les résultats sont en revanche moins nets en ce qui concerne l'influence du capital social sur la création de valeur à la suite d'une opération de fusion-acquisition. Tout d'abord Cai et Sevilir (2012) étudient les réactions du marché lors de l'annonce d'une opération de fusion-acquisition. Les auteurs distinguent tout d'abord deux façons par lesquelles les deux firmes qui fusionnent sont connectées : lorsque les deux firmes partagent un administrateur en commun, et lorsque les administrateurs de ces deux firmes sont présents au sein du conseil d'administration d'une troisième. Dans les deux cas, les rendements anormaux cumulés sont plus importants. Lorsque les firmes qui fusionnent partagent un même administrateur, alors la firme acquéreuse peut bénéficier d'une prime d'acquisition réduite. Lorsque les administrateurs des deux firmes se connaissent et sont présents au sein du conseil d'administration d'une troisième firme, alors la performance à la suite de l'opération est plus forte. On peut donc dire en se basant sur ces résultats que les fusions-acquisitions permettent de créer de la valeur du fait de l'échange d'informations entre les deux firmes. Cependant, bon nombre de travaux trouvent des résultats opposés à ceux des auteurs précédents. Ainsi Cohen, Frazzini et Malloy (2012) observent que les administrateurs nouvellement nommés par le dirigeant acceptent que ce dernier se lance dans une politique d'acquisition destructrice de valeur ne servant que ses intérêts propres. De même, Fracassi et Tate (2012) montrent que les dirigeants disposant de relations sociales au sein de leur conseil d'administration se lancent eux aussi dans une politique d'acquisitions destructrice de valeur. Ishii et Xuan (2014) s'intéressent à l'influence des relations entretenues par les dirigeants et administrateurs d'une firme acquéreuse avec les dirigeants et administrateurs de la firme cible sur la valeur créée par l'opération de fusion-acquisition. Les rendements anormaux cumulés de la firme acquéreuse sont fortement négatifs lorsque les liens entre les deux firmes datent d'avant l'opération de fusion-acquisition. De même, la performance de la firme nouvellement formée avec l'opération de fusion-acquisition décroît. Les relations entretenues entre les dirigeants et administrateurs des deux firmes ont également pour conséquence la mise en place de mauvaises pratiques de gouvernance au sein de la firme nouvellement créée par l'opération de fusion-acquisition. Plus précisément, le dirigeant de la firme acquéreuse ayant réussi

l'opération de fusion-acquisition sur une cible avec laquelle de bonnes relations sont entretenues se voit attribuer un bonus plus conséquent. De plus, de telles opérations de fusions-acquisitions conduisent par la suite à des désinvestissements. Ces derniers sont causés par les mauvais choix de la firme nouvellement formée. Ainsi, les relations sociales entretenues par les dirigeants et les administrateurs des firmes impliquées dans une opération de fusion-acquisition sont destructrices de valeur.

b) La valeur créée ou détruite par les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration dépend de l'importance du rôle d'accompagnement stratégique

Les travaux de Schmidt (2014) sont venus apporter davantage de précisions en ce qui concerne les résultats précédents. En effet, la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration ne s'accompagne pas systématiquement d'une destruction de valeur. Plus précisément, la réaction du marché à l'annonce d'une opération de fusion-acquisition est positive lorsque le dirigeant de la firme acquéreuse a besoin d'un accompagnement stratégique et dispose de relations sociales au sein du conseil d'administration. En revanche, la réaction du marché est négative lorsque le dirigeant de la firme acquéreuse doit agir en simple gestionnaire et possède des relations sociales au sein de l'organe de surveillance. Les dirigeants à la tête de firmes ayant une activité innovante et très spécifique ont en effet davantage besoin de conseils que les dirigeants à la tête d'une firme arrivée à maturité et davantage diversifiée. Ainsi, ces résultats indiquent qu'il convient de prendre en compte les besoins spécifiques des firmes lorsque l'on étudie l'influence de la sympathie du conseil d'administration à l'égard du dirigeant sur le processus de création de valeur. Les résultats de Schmidt (2014) sont confirmés par les travaux de Kang, Liu, Low, et Zhang (2014) qui s'intéressent en effet à l'influence de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la réussite de projets innovants entrepris par la firme. La présence de connaissances du dirigeant au sein du conseil d'administration s'accompagne d'une manière générale non seulement d'un nombre plus important de brevets, mais également d'un nombre plus important de citations de ces brevets. De surcroît, la relation est d'autant plus prononcée que la firme dispose d'importantes opportunités de croissance. Ainsi, il convient de faire preuve de flexibilité dans le choix d'un contexte théorique pour prédire les conséquences de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. Le choix du contexte théorique dépend des caractéristiques

spécifiques de la firme. Plus précisément, lorsque la firme dispose de spécificités fortes ainsi que d'importantes opportunités de croissance, alors la théorie de la dépendance aux ressources est adéquate pour étudier les conséquences de la sympathie du conseil d'administration envers le dirigeant. En revanche, lorsque la firme est arrivée à maturité, alors la théorie de l'agence est davantage pertinente pour prédire les conséquences de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration.

Conclusion

Nous avons noté que le fait de considérer l'indépendance du conseil d'administration au regard de la seule indépendance juridique est infondée. Il est ainsi plus pertinent de considérer l'indépendance réelle sur la base des relations sociales entre dirigeants et administrateurs. Nous avons également vu que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration a des conséquences fortes en termes de gouvernance. Elles sont aussi bien négatives que positives. Bon nombre de travaux ont conclu que la présence d'administrateurs sympathiques à l'égard du dirigeant conduit à l'enracinement de ce dernier. Cependant, on a montré récemment qu'une telle composition du conseil d'administration pouvait être également bénéfique aux actionnaires. En effet, cela permet au dirigeant d'échanger et de communiquer ses informations aux administrateurs avec davantage de confiance, même si cela se fait de façon privilégiée avec ses relations sociales. Ces dernières peuvent par la suite révéler certaines informations de façon sélective aux autres administrateurs pour faire en sorte que le dirigeant soit bien conseillé et n'ait pas à redouter de sanction en cas d'erreur. Nous avons d'ailleurs pu observer que les firmes bénéficiant le plus de la présence d'administrateurs favorables au dirigeant sont les firmes en croissance dont les dirigeants ont le plus besoin de conseils. Ainsi, il est important de tenir compte des caractéristiques de la firme si l'on souhaite avoir une meilleure compréhension des conséquences de la présence d'administrateurs en sympathie avec le dirigeant sur la politique financière.

II. Politique financière et performances : l'influence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration

Cette partie est dédiée à la présentation de notre méthodologie générale de recherche. Elle est fondée sur des travaux effectués aux Etats-Unis. Nous pensons notamment à la mesure de la sympathie du conseil d'administration à l'égard du dirigeant, ainsi qu'au modèle de régression employé et aux données utilisées.

A. Méthodologie générale de recherche commune aux différentes études

Nous présentons dans cette partie le modèle de régression que l'on utilise avec l'ensemble des variables d'intérêt et de contrôle.

1. Le modèle général de régression utilisé et les variables de contrôle communes à chaque modèle de régression

a) Le type de modèle choisi et les variables de contrôle concernant la gouvernance

Nous utilisons un modèle de régression linéaire généralisé avec effets fixes temporels. Ce type de modèle permet une généralisation de divers types de modèles de régression tels que les modèles de régression linéaire, logistique, et de Poisson. La variable dépendante du modèle est systématiquement la variable caractérisant la politique financière ou la performance. On peut écrire notre modèle comme suit :

$$DEP_VAR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SCH_TIES_{i,t} + \beta CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

β est le vecteur des coefficients relatifs aux variables de contrôle. Par souci de robustesse, on fait en sorte, lorsque cela est possible, d'utiliser différentes méthodes de calcul de notre variable dépendante. La variable d'intérêt est l'importance du réseau social du dirigeant au sein de la firme. Elle est présentée plus en détail par la suite. Les variables de contrôle que nous employons concernent la gouvernance de la firme ainsi que les caractéristiques

financières de cette dernière. Les caractéristiques financières par lesquelles nous contrôlons sont présentées pour chaque partie.

Les variables de contrôle qui concernent la gouvernance comprennent la taille et l'indépendance du conseil d'administration ainsi que sa structure, qu'elle soit duale ou moniste. La taille du conseil d'administration donne une idée de la facilité avec laquelle de mauvaises décisions peuvent être prises. Nous mesurons cette dernière comme le nombre total d'administrateurs au sein de l'organe de surveillance (conseil d'administration en tant que tel ou conseil de surveillance). La probabilité pour une mauvaise décision d'être validée est décroissante avec la taille du conseil d'administration. L'influence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration est donc réduite. Nous contrôlons également par l'indépendance juridique du conseil d'administration. Nous mesurons cette dernière comme le ratio du nombre d'administrateurs considérés comme indépendants au regard du code AFEP-Medef sur le nombre total d'administrateurs. L'indépendance juridique du conseil d'administration nous renseigne sur sa liberté de jugement théorique vis-à-vis des décisions prises par le dirigeant. Les administrateurs indépendants permettent théoriquement d'empêcher la mise en place par le dirigeant de mauvaises décisions pour les actionnaires. Néanmoins, nous précisons que la liberté de jugement des administrateurs indépendants vis-à-vis des choix du dirigeant est théorique. En effet, des administrateurs indépendants au regard des statuts et des textes à valeur juridique ne le sont pas en réalité du fait de leurs liens sociaux avec le dirigeant (Hwang et Kim, 2009). Par conséquent, un conseil d'administration avec une très forte part d'administrateurs indépendants n'est pas nécessairement en mesure de faire preuve d'objectivité vis-à-vis des décisions prises par le dirigeant. Le conseil d'administration peut être alors beaucoup plus perméable à des décisions en faveur du dirigeant et au détriment des actionnaires si certains d'entre eux sont liés au dirigeant. Par conséquent, on ne peut pas véritablement se prononcer sur la nature du lien entre l'indépendance du conseil d'administration et la politique financière ou la performance. Enfin, la forme du conseil d'administration, à savoir une forme duale ou moniste, nous renseigne sur la capacité du dirigeant à influencer en sa faveur les processus décisionnels au sein du conseil. Nous caractérisons la forme du conseil d'administration à l'aide d'une variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque la firme a un directoire et un conseil de surveillance, et 0 sinon. Un conseil d'administration avec une forme duale, à savoir composé d'un directoire et un conseil de surveillance, est beaucoup moins soumis à l'influence du dirigeant dans la mesure où ce dernier n'est pas présent aux réunions du conseil de surveillance. Il ne peut participer qu'aux

réunions du directoire dont il est membre avec d'autres cadres dirigeants de la firme. Cette exclusion du dirigeant rend plus difficile la mise en place d'une politique financière défavorable à la richesse des actionnaires. Les administrateurs peuvent plus facilement contraindre le dirigeant à verser des dividendes. De ce fait, les actionnaires ne sont plus soumis à un aléa moral concernant les choix des administrateurs. On peut donc s'attendre à un accroissement des performances et une probabilité moins importante d'une politique financière défavorable aux actionnaires. Un tableau en annexe récapitule l'ensemble des variables de gouvernance incluses dans nos analyses de régression.

b) *La variable d'intérêt, à savoir la mesure de l'étendue du réseau social du dirigeant au sein du conseil d'administration*

L'importance du réseau social du dirigeant au sein du conseil d'administration est notre variable d'intérêt. Par conséquent, il est primordial de la mesurer de façon adéquate. Il existe plusieurs articles traitant de l'influence du réseau social du dirigeant au sein du conseil d'administration sur certains aspects de la politique financière. Ces travaux sont ceux de Cohen, Frazzini, et Malloy (2008, 2010, 2012), Fracassi et Tate (2012), et Schmidt (2013). Nous avons choisi de nous inspirer de ces mesures ainsi que de celle de Byoun et al. (2013) pour mettre en place notre propre mesure. Tout d'abord, en ce qui concerne les travaux de Cohen et al. (2008), les auteurs mesurent les relations sociales entre les gestionnaires de fonds et les membres de l'équipe dirigeante (président du conseil d'administration, directeur général, et directeur financier) de quatre façons différentes. Tout d'abord, ils utilisent une variable binaire prenant la valeur 1 si le gestionnaire de fonds et l'un des membres de l'équipe de gestion de la firme mise en portefeuille sont diplômés de la même université. Ce niveau de relation est considéré comme le plus faible par les auteurs. Ensuite, ils utilisent une variable binaire égale à 1 si le gestionnaire de fonds et l'un des membres de l'équipe de gestion de la firme mise en portefeuille sont diplômés de la même université et ont reçu le même diplôme. Le troisième niveau d'intensité relationnelle considéré est lorsque le gestionnaire de fonds et l'un des membres de la firme mise en portefeuille sont diplômés de la même université au même moment. Enfin, le niveau maximum d'intensité relationnelle considéré est atteint lorsque le gestionnaire de fonds et l'un des membres de la firme mise en portefeuille sont diplômés de la même université au même moment et ont suivi le même parcours. Le tableau suivant montre comment cette variable est déclinée :

Niveau d'intensité relationnelle	Type de relation
Faible	Université commune
Moyen	Université et diplôme communs
Elevé	Diplômé de la même université au même moment
Très élevé	Diplômé de la même université et du même diplôme au même moment

Tableau 1 : les différents niveaux d'intensité relationnelle de la mesure de la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration

Nous définissons le niveau d'intensité relationnelle comme la probabilité que les individus mentionnés se connaissent dans les faits. En effet, on sait que les grandes universités américaines possèdent des réseaux d'anciens très développés et très actifs. Les clubs d'anciens étudiants de ces universités organisent très fréquemment des rencontres entre anciens d'une même promotion, mais également entre anciens appartenant à différentes promotions. Cela permet ainsi à tous les diplômés de toutes les promotions de se connaître et de créer des liens qui seront utiles pour faire évoluer une carrière grâce à un jeu de cooptation. Les mesures employées par Cohen, Frazzini et Malloy (2010, 2012) sont sensiblement identiques à celles employées précédemment. Dans l'article de 2010, les auteurs s'intéressent aux performances des analystes disposant de relations sociales avec le dirigeant ou les membres de l'équipe de gestion des firmes qu'ils suivent. Les relations étudiées sont relatives au parcours universitaire des dirigeants, membres de l'équipe de direction de la firme, et analystes concernés. Les auteurs utilisent de simples variables binaires pour mesurer les relations sociales entre les analystes, dirigeants et membres de l'équipe de gestion. Nous avons déjà évoqué l'article de 2012 dans notre revue de la littérature. Ensuite, Fracassi et Tate (2012) considèrent les quatre canaux par lesquels le dirigeant peut établir des liens sociaux. Ces canaux sont la formation, les anciennes fonctions, la fonction actuelle, et les activités parallèles au travail. Les auteurs créent un indice global de l'importance des relations sociales du dirigeant. Il s'agit ici principalement de relations extérieures. Schmidt (2014), quant à lui, calcule la proportion des administrateurs qui possèdent des liens sociaux avec le dirigeant. L'auteur a également recours à une variable binaire égale à 1 si le dirigeant possède au moins une relation sociale au sein du conseil d'administration et 0 sinon. Il utilise également le nombre d'administrateurs qui possèdent des relations sociales avec le dirigeant au sein du conseil d'administration. Enfin, Byoun, Chang, et Kim (2013) mesurent la diversité à

l'intérieure de l'organe de surveillance d'une manière voisine. Ils distinguent tout d'abord la diversité du point de vue du genre, et la diversité du point de vue de l'appartenance ethnique. Chaque type de diversité est mesuré à l'aide d'une variable binaire prenant la valeur 1 si le conseil d'administration comporte au moins un administrateur pouvant être considéré comme pourvoyeur de diversité et 0 sinon. Ensuite, les auteurs prennent en compte le nombre d'administrateurs pouvant être considérés comme pourvoyeurs de diversité, et enfin ils calculent la part d'administrateurs caractérisés comme pourvoyeurs de diversité.

En ce qui nous concerne, nous mesurons l'importance du réseau social du dirigeant au sein du conseil d'administration en calculant la part d'administrateurs issus des mêmes réseaux d'anciens que lui. Notre mesure est pertinente dans le contexte français car les diplômés des institutions universitaires se connaissent quelle que soit leur année d'obtention du diplôme. Les diplômés de ces institutions sont en effet très solidaires et organisés en associations d'anciens. Ces associations d'anciens fonctionnent suivant le modèle américain et organisent des rassemblements entre diplômés de diverses promotions. Ainsi, il y a une très forte probabilité pour que les anciens d'une grande école donnée se connaissent et par conséquent s'entraident. Notre mesure présente plusieurs avantages par rapport aux mesures précédemment utilisées. Elle nous permet tout d'abord de savoir avec quelle force l'existence d'administrateurs en sympathie avec le dirigeant influence la politique financière de la firme. Ensuite, en calculant un tel ratio, nous mesurons le poids décisionnel du dirigeant au sein du conseil d'administration. Les mesures précédentes renseignaient seulement sur l'existence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration.

La contribution majeure de notre travail est d'étudier si le pouvoir décisionnel du dirigeant au sein du conseil d'administration a une influence sur la politique financière de la firme. De surcroît, il existe de nombreux travaux traitant du capital social du dirigeant en mesurant ce dernier à l'aide du nombre de mandats que ce dernier assume au sein d'autres firmes. En France, les dirigeants peuvent disposer de mandats au sein d'autres firmes du fait précisément de leur appartenance à un réseau d'anciens étudiants de grandes écoles. Ainsi, notre mesure permet de prendre en compte l'origine de l'ensemble de ces mandats. En effet, nous considérons pour une institution donnée l'ensemble de ses anciens étudiants, et il est très fortement probable que deux diplômés de deux promotions différentes aient pu se connaître grâce aux réunions d'anciens étudiants organisées par l'association des diplômés. De ce fait, il sera possible à des dirigeants de plusieurs firmes différentes de nommer un même ancien

étudiant au sein du conseil d'administration de leurs entreprises respectives. En revanche, le manque majeur de notre travail est de ne pas pouvoir mesurer de façon similaire l'importance politique relative du dirigeant grâce à ses relations professionnelles du fait d'un manque de précision de nos données. En ce qui concerne les relations professionnelles, même si le dirigeant et un administrateur sont tous deux passés par une même firme au même moment ou à quelques années d'intervalle, il n'est pas dit que ces derniers aient pu se connaître, d'autant plus si la firme en question ne dispose pas d'un réseau d'anciens actifs comme c'est le cas de certains grands cabinets d'audit et/ou de conseil stratégique ou encore de grandes institutions financières. On peut dire néanmoins que ce manque est en partie compensé car le plus souvent, les dirigeants disposant de relations sociales au sein de leur conseil d'administration sont diplômés des grandes écoles les plus prestigieuses. Or le réseau d'anciens de ces institutions est un outil privilégié pour les firmes les plus renommées qui souhaitent recruter les personnes les plus brillantes.

2. Les données utilisées

Cette partie présente nos données. Nous allons tout d'abord décrire la façon dont nous nous sommes pris pour collecter ces données. Ensuite, nous présenterons de manière plus détaillée nos données.

Les données de nature financière concernent les chiffres comptables de la firme, ainsi que les données boursières et les prévisions d'analystes. Les autres données concernent la gouvernance de la firme, et plus précisément la forme du conseil d'administration, la place du dirigeant au sein de ce dernier, le fait que le dirigeant soit fondateur de la firme, le temps passé en fonction par le dirigeant, la taille du conseil d'administration, la composition du conseil d'administration (part d'administrateurs indépendants, part d'administrateurs étant issus des mêmes grandes écoles que le dirigeant), mais également l'existence d'un comité d'audit et la composition de ce dernier. La collecte des données financières n'a pas posé de problèmes particuliers. Pour ce faire nous avons eu recours à la base de données Thomson One Banker.

En revanche, la collecte des données relatives à la gouvernance des firmes a été beaucoup plus complexe. Pour ce faire nous avons eu recours à deux sources principales différentes, à savoir les documents de référence que les firmes cotées à la bourse de Paris transmettent

chaque année à l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), ainsi que le dictionnaire biographique Who's Who in France 2013. Le principe de ce dictionnaire biographique est simple : il contient l'ensemble des données biographiques des personnalités françaises les plus marquantes dans tous les domaines, et les renseignements sont mis à jour chaque année. Nous nous sommes donc intéressés aux personnalités du monde de l'entreprise et à l'ensemble des personnes dont il était fait mention dans la partie du rapport annuel relative à la composition du conseil d'administration. Nous avons à chaque fois relevé le nom de l'institution ou des institutions dont sont issus les membres du conseil d'administration et le dirigeant. Lorsque certains renseignements manquaient, nous nous sommes appuyés sur les données biographiques fournies par Bloomberg Businessweek. Nous tenons à insister sur le fait que malgré les nombreuses imperfections de notre échantillon, les données présentées ici sont uniques et extraites manuellement. En effet il n'existe pas à ce jour de bases de données relatives à la gouvernance des firmes françaises qui atteignent le niveau de précision que nous recherchions.

La rareté des données exploitables a très fortement influencé la taille de notre échantillon. Nous n'avons pu collecter des données de gouvernance de qualité qu'à partir de l'année 2007. En effet, nous avons pu constater une amélioration significative de la qualité de l'information, émise par les firmes, concernant leur gouvernance. Cette amélioration peut être attribuée à une volonté de la part des firmes de signaler la qualité de leur gestion dans une période de forte incertitude pour les investisseurs. Nous nous sommes ensuite arrêté à l'année 2011 car nos données ont été collectées au début de l'année 2013 et par conséquent tous les rapports annuels de l'année 2012 n'étaient pas encore disponibles. Il se peut en outre que des erreurs présentes dans les rapports déjà disponibles n'aient pas été corrigées par les firmes comme c'est le cas pour les années précédentes. Par conséquent la plage temporelle de notre échantillon s'étend entre 2007 et 2011. En outre, il a également fallu tenir compte du niveau de transparence de la firme. En effet, toutes les firmes cotées à la bourse de Paris n'ont pas le même niveau de transparence, et nous avons pu constater que seules les firmes les plus en vue du marché ont publié des documents de référence dont les renseignements relatifs à la gouvernance sont véritablement exploitables. Ces firmes sont la plupart du temps regroupées au sein de l'indice SBF 120, mais il convient de signaler que seules les firmes les plus durablement installées au sein de cet indice publient des informations concernant leur gouvernance qui sont véritablement exploitables. Plus précisément, nous avons pu constater que ces firmes sont au nombre de 78 sur la période allant de 2007 à 2011. Nous avons

également souhaité restreindre fortement le nombre d'outliers. Les firmes choisies l'ont été afin de faire en sorte d'avoir un panel cylindré. Nous avons joint en annexe de la présente thèse la liste des firmes qui composent notre échantillon. Le fait qu'elles soient bien suivies et reconnues a permis de limiter l'élimination d'une partie de l'échantillon en raison de données financières manquantes. Ainsi, notre échantillon a été collecté sur une période particulière, à savoir le début d'une période de grande incertitude sur les marchés financiers du fait de la crise des subprimes. Nous tiendrons compte de ce problème en prenant bien soin de contrôler par les effets temporels afin de limiter le plus possible le fait d'avoir des résultats influencés par les particularités de la période choisie. En revanche, il nous est impossible de contrôler par les effets sectoriels du fait de la trop petite taille de notre échantillon. Nous devons ainsi tenir compte de l'ensemble de ces imperfections dans l'interprétation que nous ferons de nos résultats. Nous ferons en sorte par la suite de collecter davantage de données sur une période plus étendue afin de pouvoir tirer des conclusions plus générales. Le fait d'avoir davantage de données au sein de l'échantillon nous permettra de mettre en œuvre des techniques de clustering que nous n'avons pas pu mettre en œuvre dans nos travaux de thèse. Finalement, même si notre échantillon présente quelques travers, notamment sa taille restreinte et sa faible étendue temporelle, notre échantillon est un panel équilibré avec peu de données absentes d'une année sur l'autre.

D'une manière générale, nous avons pu constater au cours de notre collecte de données que la composition du conseil d'administration restait assez stable au fil du temps. Très peu de changements s'opéraient en son sein, notamment lorsque des relations sociales du dirigeant étaient présentes. De manière plus précise, nous avons pu constater que sur la période de l'échantillon, le dirigeant présidait très souvent le conseil d'administration. Cependant, une telle situation est actuellement en train de changer. En effet, il est de plus en plus fréquent non seulement de dissocier les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général, mais également de ne pas faire siéger le dirigeant au sein du conseil d'administration en adoptant une forme duale, c'est-à-dire avec un directoire et un conseil de surveillance. Une telle organisation est beaucoup plus fréquente en Allemagne et est perçue comme la plus efficace pour restreindre les conflits d'agence. Ensuite, plus de la moitié des dirigeants des grandes entreprises françaises possèdent des relations sociales au sein de leur conseil d'administration. Cela montre combien le fait de nommer des relations sociales est répandu en France. En moyenne, le dirigeant possède au moins un contact issu des mêmes grandes écoles que lui au sein du conseil d'administration. Cela est cohérent avec le constat de Nguyen

(2012). Il semble également que les dirigeants des firmes industrielles fassent en sorte de mettre davantage de relations sociales au sein de leur conseil d'administration. On peut également constater que dans la plupart des cas les dirigeants disposant le plus de relations sociales au sein du conseil d'administration sont ceux passés par les institutions les plus prestigieuses.

Les données collectées manuellement concernent les caractéristiques du conseil d'administration, sa composition, ainsi que les caractéristiques du dirigeant et la répartition du capital de la firme. Nous avons enfin collecté des données relatives à la structure de propriété de la firme. Tout d'abord, en ce qui concerne les caractéristiques du conseil d'administration, nous avons collecté dans les rapports annuels les données relatives à l'identité du président du conseil d'administration. Nous avons en outre recueilli les données concernant la taille, l'indépendance, et la structure duale ou moniste de l'organe de surveillance. Nous avons également collecté des données relatives à l'âge des administrateurs, au temps passé en fonction au sein du conseil d'administration, au nombre de mandats extérieurs, ainsi qu'au parcours de ces derniers. En ce qui concerne la composition du conseil d'administration, nous avons collecté des données relatives à la présence de comités spécialisés ainsi qu'à la composition de ces derniers. Nous avons donc collecté des données relatives aux comités d'audit, des nominations et/ou rémunérations, ainsi qu'au comité stratégique et d'autres comités spécialisés. Nous n'avons cependant pas utilisé les données relatives aux comités spécialisés dans le cadre de nos travaux. Ces chiffres concernent l'identité de la personne présidant le comité considéré, ainsi que sa taille, et son degré d'indépendance. Enfin, en ce qui concerne la structure de propriété de la firme, nous avons recueilli des données concernant le niveau des droits aux dividendes ainsi qu'aux droits de vote du premier actionnaire, et du second actionnaire lorsque cela était possible.

3. Le traitement des biais d'endogénéité

On parle d'endogénéité lorsque l'on ne peut décrire de façon causale à sens unique une relation entre une variable dépendante et une variable indépendante. L'endogénéité peut avoir plusieurs causes. Le plus souvent, un problème d'endogénéité se présente à cause de variables omises dans la régression, d'un processus autorégressif avec erreurs autocorrélées, ou encore du fait d'une causalité inverse. La causalité inverse se produit lorsque la variable dépendante influence également la variable indépendante. Certains tests économétriques permettent de

détecter ces problèmes d'endogénéité. Le principal test est celui de Durbin-Wu-Hausman (Wu, 1973 ; Hausman, 1978).

Lorsqu'un tel test est positif, il est préférable d'avoir recours à la méthode des variables instrumentales en utilisant une régression en double moindres carrés ordinaires afin de pouvoir interpréter convenablement les résultats obtenus sans que la relation étudiée entre une variable dépendante et une variable indépendante puisse être causée par une variable omise. Une telle méthode consiste à avoir recours à une variable corrélée à la variable d'intérêt du modèle, mais non corrélée avec la variable dépendante de ce dernier. Dans la première étape de la régression, on régresse la variable d'intérêt précédemment utilisée dans le modèle de régression standard, puis la seconde étape de la régression consiste à estimer de nouveau la régression standard en se basant sur l'estimation de la variable d'intérêt effectuée à l'aide de la variable instrumentale.

Le problème de l'endogénéité se pose très fréquemment lorsque l'on traite de questions relatives à la gouvernance d'entreprise. Les travaux d'Hermalin et Weisbach (1988, 1998) et Adams, Hermalin, et Weisbach (2010) ont montré que les facteurs de choix concernant les caractéristiques du conseil d'administration étaient fortement endogènes. Ainsi, lorsque l'on estime un modèle de régression traitant de la gouvernance de la firme, il se peut que l'on ne tienne pas compte de paramètres non observables sur lesquels les choix de gouvernance se basent. En effet, les firmes mettent en place des structures de gouvernance pour faire face aux problématiques spécifiques auxquelles elles doivent faire face. De la même manière, les choix de gouvernance mis en place par la firme peuvent être influencés par certaines caractéristiques du dirigeant. De ce fait, il est très probable de tirer des conclusions erronées à la suite de l'estimation d'un modèle de régression concernant la gouvernance d'entreprise. Si l'on ne tient pas compte de ces caractéristiques, alors on ne pourra comprendre correctement pourquoi et comment une firme donnée ou son dirigeant ont fait ce choix. Nous pensons notamment à la composition du conseil d'administration, et plus particulièrement à la présence d'administrateurs favorables au dirigeant. Dans le cas de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration, une telle présence peut s'expliquer notamment par le parcours du dirigeant, et son passage ou non par certaines institutions.

Nous avons choisi de résoudre le problème de l'endogénéité en utilisant la méthode des variables instrumentales. Cette méthode est la plus efficace pour résoudre de tels problèmes. Il

nous a donc fallu trouver une variable corrélée à notre variable d'intérêt, à savoir la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration, mais non corrélée à la variable dépendante, c'est-à-dire la variable mesurant l'aspect de la politique financière que nous souhaitons étudier. Nous avons instrumenté la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration à l'aide d'une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque le dirigeant est membre d'un grand corps d'Etat et 0 sinon. Une telle variable est un bon instrument dans la mesure où chaque grand corps d'Etat est très fermé et possède un nombre très restreint de membres. En effet, seuls les meilleurs étudiants issus des meilleures Grandes Ecoles ont la possibilité d'intégrer un grand corps d'Etat. Cela confèrera ainsi au dirigeant un prestige social très important qui lui permettra d'influencer les autres administrateurs afin que ces derniers acceptent des décisions en faveur du dirigeant, notamment le fait de nommer des administrateurs issus du même grand corps d'Etat que lui. Cela permettra ainsi au dirigeant de renforcer son influence au sein du conseil d'administration dans la mesure où les liens tissés entre tous les membres d'un grand corps d'Etat sont très forts. Ainsi, la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sera positivement corrélée avec le fait d'appartenir à un grand corps d'Etat. Par souci de rigueur, nous avons également choisi d'utiliser comme autre instrument la moyenne sectorielle de la part de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. Une telle façon de procéder est très fréquemment utilisée dans la littérature.

B. RELATIONS SOCIALES DU DIRIGEANT AU SEIN DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET POLITIQUE FINANCIERE

Nous avons vu précédemment que la sympathie du conseil d'administration à l'égard du dirigeant modifie en profondeur son fonctionnement. Nous avons en effet pu constater que des administrateurs en lien avec le dirigeant permettent au conseil d'administration d'accompagner davantage le dirigeant dans la prise de décisions stratégiques pour la firme. Cependant, une telle composition du conseil conduit également à un relâchement de la fonction de surveillance disciplinaire du dirigeant. Un conseil d'administration possédant en son sein des administrateurs en relation avec le dirigeant peut être recommandé pour des firmes ayant des besoins d'accompagnement stratégique important, tandis que cela nuit aux firmes les plus exposées aux conflits d'agence. Or ces conflits d'agence ont des conséquences en matière de politique financière, notamment en termes de politiques de dividendes et de

financement. Nous savons également que le dirigeant prend ces décisions de politique financière en fonction des recommandations du conseil d'administration. Ainsi, nous allons voir que la présence de relations sociales du dirigeant au sein de l'organe de surveillance est un déterminant majeur des politiques de dividendes et de financement.

1. L'influence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la politique de dividendes.

Introduction

La présence d'administrateurs connaissant le dirigeant a-t-elle une influence sur la politique de distribution de dividendes ? Notre questionnement est fondé sur les résultats récents de Nguyen (2012) ainsi que de Kramarz et Thesmar (2013) qui montrent que la présence de relations sociales au sein du conseil d'administration diminue très fortement la qualité de la gouvernance de la firme. Plus précisément, ces travaux mettent en évidence le fait que les dirigeants disposant d'un important capital social au sein de leur conseil d'administration se voient attribués une rémunération beaucoup plus importante et moins incitative. Le fait de posséder un capital social important implique non seulement d'avoir beaucoup de relations sociales, mais également des relations sociales susceptibles d'avoir un fort pouvoir de négociation du fait de leur réputation. En outre, les dirigeants en relation avec un nombre important d'administrateurs sont beaucoup moins souvent limogés en cas de mauvais résultats de la firme. De ce fait, en s'appuyant sur un plus large capital social au sein du conseil d'administration, les dirigeants peuvent beaucoup plus facilement s'enraciner et mettre en place des projets servant uniquement leurs intérêts propres. La théorie du free cash-flow (Jensen, 1986) prédit que de tels projets sont financés par des réserves de liquidités discrétionnaires qui permettent au dirigeant d'échapper à la discipline imposée par les marchés financiers.

Nous émettons l'hypothèse que la firme paie moins de dividendes lorsque le dirigeant possède des relations sociales au sein du conseil d'administration. Notre intuition se base sur la théorie de l'agence et sur la théorie de la dépendance aux ressources dans une moindre mesure. D'après la théorie de l'agence, le dirigeant agit toujours de façon opportuniste à l'encontre des actionnaires s'il n'est pas soumis à une pression disciplinaire. Le dirigeant profite de la marge de manœuvre dont il dispose au sein de la firme pour garder à sa disposition le free cash-flow.

Ce free cash-flow est utilisé pour financer des projets servant seulement les intérêts du dirigeant. La marge de manœuvre du dirigeant est accrue lorsque ses relations sociales sont présentes au sein du conseil d'administration. En effet, la sympathie du conseil d'administration vis-à-vis du dirigeant permet à ce dernier de détourner le conseil d'administration de son rôle originel, à savoir la défense des intérêts des actionnaires par la mise en place d'un suivi disciplinaire et stratégique des choix du dirigeant. De ce fait, le rôle de contrôle disciplinaire du conseil d'administration est neutralisé, et les connaissances du dirigeant au sein conseil d'administration favorisent son enracinement. Il lui est alors plus facile de créer des réserves discrétionnaires en versant moins de dividendes aux actionnaires. Ces réserves de liquidités sont utilisées pour financer des projets d'investissements qui servent uniquement les intérêts du dirigeant. De cette façon, le dirigeant s'affranchit de la pression disciplinaire des marchés financiers. Ces analyses sont d'autant plus vraies que la solidarité entre les diplômés d'une grande école donnée est forte. Une telle solidarité est en partie subie. En effet, un administrateur en lien avec le dirigeant peut perdre le bénéfice de sa relation avec ce dernier et voir son capital social diminuer s'il ne soutient pas le dirigeant dans les décisions qu'il prend. La perte en capital social sera d'autant plus importante qu'une telle information sera vite relayée grâce non seulement aux réunions d'anciens étudiants, mais également aux nouveaux moyens de communication. D'après la théorie de la dépendance aux ressources, nous savons que le conseil d'administration a pour rôle l'accompagnement stratégique du dirigeant, ainsi qu'un accès facilité aux ressources. Les administrateurs sont vus comme pourvoyeurs de conseils et de ressources. Ainsi, pour éviter que ses relations sociales aient à faire face à des contraintes financières, le dirigeant fait en sorte de moins verser de dividendes. En effet, le versement de dividendes peut conduire la firme à devoir faire face à des contraintes financières. Le fait pour le dirigeant de demander sans cesse des ressources à ses relations sociales peut conduire à une rupture avec ses relations sociales. Par conséquent, le fait de verser moins de dividendes lui permet de conserver les ressources obtenues grâce à ses relations sociales. Il évite ainsi à ses dernières des contraintes financières. Il s'évite pour sa part une potentielle perte de capital social. Même si les deux théories se rejoignent, il existe deux différences majeures entre elles. En effet, d'après la théorie de la dépendance aux ressources le fait de ne pas verser de dividendes peut se justifier par le fait d'investir dans des projets rentables et ainsi créer de la valeur. En revanche, d'après la théorie de l'agence, le fait de ne pas recourir à l'endettement permet d'éviter d'éventuelles sanctions.

Notre travail offre une contribution importante à la littérature traitant de la gouvernance d'entreprise. Nous montrons ainsi que le capital social du dirigeant est un déterminant majeur de la politique de distribution. Plus précisément, nous montrons que l'importance du capital social du dirigeant au sein du conseil d'administration, en lui permettant de s'enraciner, incite ce dernier à verser moins de dividendes à ses actionnaires. Notre travail s'organise de la façon suivante : nous procédons tout d'abord à une revue de la littérature, puis nous présentons notre méthodologie de recherche, et enfin nous exposons nos résultats que nous discutons au regard de la littérature existante. Enfin, la dernière partie conclut.

a) **Les conséquences de l'enracinement du dirigeant sur la politique de dividendes : une revue de la littérature**

On a actuellement deux modèles explicatifs de l'influence de la gouvernance de la firme sur la politique de dividendes : le fait de concevoir la politique de dividendes comme la conséquence de la protection des droits des actionnaires (outcome hypothesis) et le fait de concevoir la politique de dividendes comme un substitut à des lois protégeant les droits des actionnaires (substitution hypothesis). D'après le premier modèle, lorsque la firme possède une gouvernance de qualité, alors les actionnaires minoritaires peuvent faire pression sur les actionnaires majoritaires et les administrateurs qui les représentent pour percevoir des dividendes et ainsi éviter la mise en place de projets d'investissements destructeurs de valeur. Les actionnaires peuvent néanmoins accepter des dividendes plus faibles si la firme dispose d'opportunités de croissance. En ce qui concerne le second modèle, ce dernier prédit que les firmes paient des dividendes afin d'acquérir auprès du marché une bonne réputation. Ainsi la firme envoie un signal positif en montrant qu'elle souhaite éviter l'expropriation des actionnaires. Cela permet à la firme de réussir beaucoup plus facilement des augmentations de capital dans le futur.

Les travaux d'Adjaoud et Ben-Amar (2010) dans le cas du Canada illustrent parfaitement le premier modèle et sont utiles pour justifier la pertinence de notre travail. Le Canada présente des similitudes avec la France en termes de gouvernance d'entreprise, même si les droits des actionnaires y sont bien mieux protégés qu'en France. En effet, le Canada possède un système bi-juridique, à savoir que les firmes peuvent choisir d'être régies par le droit anglo-saxon ou par le droit français. De plus, à l'instar des firmes françaises, les firmes canadiennes ont une structure de propriété très concentrée, ce qui peut occasionner des conflits d'agence entre

actionnaires majoritaires et minoritaires. Enfin, le Canada possède une charte de bonne gouvernance que les firmes ont la liberté d'appliquer comme elles l'entendent, contrairement aux Etats-Unis où les firmes doivent appliquer à la lettre les règles de bonne gouvernance. Les firmes canadiennes doivent néanmoins justifier leurs choix auprès des autorités de marché. Par conséquent, tout comme en France, pays au sein duquel la protection des investisseurs est faible, il est important pour une firme d'acquérir une bonne réputation auprès du marché afin de pouvoir lever des capitaux à un coût moindre (La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer, et Vishny, 2000). En effet on sait que les règles de gouvernance canadiennes sont basées sur la possibilité de déroger aux règles de bonne gouvernance à condition d'apporter une explication aux autorités de marché. Pour en revenir à l'article en lui-même, les auteurs étudient l'influence de la qualité de la gouvernance des firmes sur la politique de dividendes dans le contexte du Canada et cherchent à établir quel modèle explique au mieux l'influence de la gouvernance d'entreprise sur la politique de dividendes. Les auteurs constatent que le taux de distribution des firmes s'accroît avec le niveau d'indépendance du conseil d'administration et de ses comités. De plus, les firmes qui protègent davantage leurs actionnaires distribuent davantage de dividendes. Enfin, le fait de faire coter des titres sur le marché états-unien entraîne une diminution du taux de distribution. Lorsqu'une firme fait coter ses titres sur un marché étranger, elle doit respecter les règles de gouvernance en vigueur sur ce marché. Par conséquent, une firme qui fait coter ses titres sur le marché états-unien doit se conformer à des règles de gouvernance plus contraignantes que celles en vigueur sur son marché de cotation initial. En règle générale, le fait pour une firme de faire coter ses titres sur le marché états-unien est interprété par les marchés financiers comme la volonté de faire preuve de davantage de transparence. De ce fait, il n'est pas nécessaire pour la firme de verser un dividende trop important pour faire preuve de sa bonne volonté à propos de la mise en place de bonnes pratiques de gouvernance. Cela est notamment le cas pour le Canada dans la mesure où les pratiques de gouvernance de ce pays sont moins contraignantes que les pratiques de gouvernance états-uniennes.

Plus récemment, les travaux de Byoun, Chang, et Kim (2013) s'intéressent à l'influence de la diversité dans la composition du conseil d'administration sur la politique de dividendes des firmes américaines. Deux types de diversité sont considérés, à savoir le souci du respect de la parité entre hommes et femmes ainsi que la diversité ethnique. Les résultats indiquent que les firmes soucieuses de promouvoir la diversité au sein de leurs conseils d'administration versent beaucoup plus de dividendes. Ainsi, le biais cognitif relatif au manque de diversité au

sein du conseil d'administration conduit à une diminution de la pression disciplinaire sur les épaules du dirigeant. Cela lui laisse la possibilité de ne pas verser de dividendes aux actionnaires, ce qui accroît sa marge discrétionnaire. Plus précisément, la promotion de la diversité au sein du conseil d'administration accroît de 15% la probabilité de payer des dividendes. En outre, le taux de distribution des firmes soucieuses de promouvoir la diversité au sein de leur conseil d'administration s'accroît substantiellement. De même, le fait de nommer un administrateur permettant d'accroître la diversité sociale au sein du conseil d'administration s'accompagne non seulement d'un accroissement de la probabilité de payer des dividendes, mais également d'une augmentation du montant du dividende payé. Le phénomène inverse se produit lorsqu'un administrateur apportant de la diversité au conseil d'administration démissionne. Enfin, le taux de distribution diminue lorsque la part des administrateurs appartenant à la même catégorie de population augmente. Ainsi, il semble que la promotion de la diversité au sein du conseil d'administration s'accompagne d'un durcissement de la discipline imposée par ce dernier. De tels résultats sont riches d'enseignements pour nos travaux. En effet, ces résultats montrent que l'enracinement du dirigeant et l'expropriation des actionnaires qui en résulte dépendent fortement de faits sociologiques et de pratiques sociales qui ont cours au sein d'un pays donné. En ce qui concerne le capital social du dirigeant au sein du conseil d'administration, la diversité sociale diminue avec la présence de relations sociales du dirigeant en son sein. En effet, les relations sociales du dirigeant appartiennent au même milieu social que ce dernier et ils ont un parcours similaire. Ils possèdent tous une façon très proche de penser et d'analyser l'information. Ils abondent dans le sens du dirigeant et appuient les décisions prises par ce dernier au lieu de se montrer critiques à son égard. Cela est en partie dû au fait que les décisions prises au sein d'un groupe sont le fait de quelques individus plus influents que les autres qui poussent implicitement les autres membres du groupe à prendre les mêmes décisions (Milgram, 1963). En outre, le dirigeant et les administrateurs appartenant à un réseau donné ont tout intérêt à conserver leurs liens sociaux du fait d'intérêts réciproques. L'intérêt du dirigeant réside dans le fait d'avoir accès à des ressources à moindre coût, et l'intérêt des administrateurs réside dans le fait de conserver du capital social. Néanmoins, les relations sociales du dirigeant font également face à des contraintes financières. Elles ne peuvent pas fournir autant de ressources que ne le souhaiterait le dirigeant. Les administrateurs en sympathie avec le dirigeant incitent donc ce dernier à verser moins de dividendes à ses actionnaires pour éviter de faire face à des contraintes financières auxquelles elles devraient probablement pallier. Par conséquent, le fait de promouvoir la diversité sociale au sein du conseil d'administration et ainsi empêcher que

soient présentes un nombre trop important de relations sociales du dirigeant permet de rendre la firme plus vertueuse vis-à-vis de ses actionnaires. Cela empêche leur expropriation. Enfin, les firmes possédant des relations politiques au sein de leur conseil d'administration se financent grâce à des réserves de liquidités plus importantes (Boubakri, El Ghouli et Saffar, 2013). Ce phénomène est plus fort pour les firmes dont la gouvernance est de mauvaise qualité. Les auteurs suggèrent que la firme peut alors servir de vache à lait pour les hommes politiques en relation avec cette dernière, ou encore que la présence de relations politiques au sein du conseil d'administration conduit à une exacerbation des conflits d'agence. Pour conclure cette partie, nous émettons l'hypothèse que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduit à une diminution du niveau de distribution. En effet, les administrateurs en sympathie avec le dirigeant l'isolent de la pression disciplinaire exercée par les marchés financiers.

On peut également utiliser la théorie de la dépendance aux ressources pour prédire la relation entre part des administrateurs en sympathie avec le dirigeant et politique de dividendes. L'analyse que nous allons à présent développer est totalement nouvelle et de ce fait contestable, et pourra faire l'objet d'un modèle théorique plus poussé à l'occasion de travaux de recherche futurs. On sait tout d'abord que la théorie de la dépendance aux ressources conçoit le conseil d'administration comme pourvoyeur de ressources et d'informations pour la firme et le dirigeant (Pfeffer, 1972, 1973). L'apport de ressources et d'informations est d'autant plus important lorsque les administrateurs sont présents au sein de nombreux autres conseils d'administration. Ce phénomène est amplifié lorsque des relations sociales du dirigeant, et notamment des diplômés des mêmes institutions universitaires que ce dernier, sont présentes au sein du conseil d'administration. On sait en effet que la solidarité entre anciens d'une même institution universitaire donnée est très forte, et il est du devoir pour chaque diplômé d'aider un autre diplômé lui réclamant de l'aide. Cela passe notamment par l'apport et le partage d'informations, mais aussi et surtout de ressources. Si le diplômé qui a appelé à l'aide un membre de son réseau voit sa demande insatisfaite, alors il pourra signaler cela très rapidement aux autres membres du réseau de diplômés. Cela peut notamment se faire à l'occasion d'une réunion du club des diplômés. Le membre du réseau de diplômés ne s'étant pas soumis à ses obligations de solidarité envers ses relations subira ainsi une perte de capital social. Cependant, et de façon réciproque, tout membre du réseau de diplômés qui abusera du recours aux ressources de ses relations sociales risquera de perdre le bénéfice de telles relations. Ce diplômé accroîtra la probabilité de contraintes financières du réseau. En outre, le

versement de dividendes appauvrira globalement la partie du noyau dur à laquelle il appartient. Par conséquent, le dirigeant fera en sorte de diminuer le taux de dividendes distribué à ses actionnaires afin de pouvoir garder le bénéfice de ses relations sociales au sein du conseil d'administration.

Nous voyons ainsi qu'il existe une complicité contrainte au sein du réseau auquel le dirigeant appartient. En se basant sur la théorie de la dépendance aux ressources, on peut prouver que le versement de dividendes est banni. Cette théorie se base en effet sur deux paramètres clés de l'environnement de l'entreprise, à savoir la dépendance aux autres firmes et l'accès aux ressources. Si la firme est dépendante des ressources, alors elle sera vulnérable. Le fait de verser des dividendes aux actionnaires accroît la dépendance de la firme aux ressources, or nous savons que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration permet au dirigeant d'accéder à des ressources financières à un coût moindre. Ainsi de tels administrateurs permettent de réduire les contraintes relatives à la dépendance de la firme aux ressources extérieures. Cependant, le dirigeant doit en contrepartie économiser ces ressources en évitant de verser des dividendes. Dans le cas contraire, le dirigeant risque de perdre le bénéfice de ses relations sociales s'il a trop souvent recours aux ressources de ces dernières.

b) Méthodologie de recherche

(1) Modèle de régression

Nous pouvons écrire de la façon suivante le modèle que nous testons :

$$Div_{i,t} = a_0 + a_{i,t}Sch_ties_{i,t} + Controles_{i,t}$$

La variable dépendante du modèle est le niveau de distribution calculé comme la totalité des dividendes payés divisés par la valeur comptable des fonds propres. Par souci de robustesse, le taux de distribution est également calculé comme la totalité des dividendes payés divisés par le chiffre d'affaire de la firme. La variable d'intérêt est la part d'administrateurs en sympathie avec le dirigeant. Cette dernière variable a déjà été présentée dans la partie traitant de la méthodologie générale de recherche. Les variables de contrôle que nous employons

concernent la gouvernance de la firme ainsi que les caractéristiques financières de cette dernière.

Les variables de contrôle qui concernent la gouvernance ont été déjà présentées dans la partie consacrée à la méthodologie générale de recherche. En ce qui concerne l'influence de la taille du conseil d'administration sur la politique de dividendes, on prédit que le niveau de dividende s'accroît avec la taille de ce dernier. Il est en effet plus probable qu'en présence d'un nombre important d'administrateurs, certains d'entre eux ne soient pas influencés par les relations sociales du dirigeant et fassent pression sur ce dernier pour qu'il paie des dividendes. L'influence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration est donc réduite. On peut donc émettre l'hypothèse que le taux de distribution s'accroît avec la taille du conseil d'administration. Nous contrôlons également par l'indépendance juridique du conseil d'administration. L'indépendance juridique du conseil d'administration nous renseigne sur la liberté de jugement théorique du conseil d'administration vis-à-vis des décisions prises par le dirigeant. Les administrateurs indépendants permettent théoriquement d'empêcher la mise en place par le dirigeant de réserves discrétionnaires et obligent le dirigeant à verser des dividendes. Néanmoins, la liberté de jugement des administrateurs qualifiés d'indépendants vis-à-vis des choix du dirigeant est théorique. En effet, des administrateurs indépendants au regard des statuts et des textes à valeur juridique ne le seront pas en réalité du fait de liens avec le dirigeant (Hwang et Kim, 2009). Par conséquent, un conseil d'administration avec une très forte part d'administrateurs indépendants ne sera pas nécessairement en mesure de faire preuve d'objectivité vis-à-vis des décisions prises par le dirigeant. Le conseil d'administration sera bien plus perméable à des décisions en faveur du dirigeant et au détriment des actionnaires si certains d'entre eux sont liés au dirigeant. On ne peut donc pas véritablement se prononcer sur la nature de la relation entre l'indépendance du conseil d'administration et le taux de distribution. Enfin, la forme du conseil d'administration, à savoir une forme duale ou moniste, nous renseigne sur la capacité du dirigeant à influencer en sa faveur les processus décisionnels. Un conseil d'administration avec une forme duale, à savoir composé d'un directoire et un conseil de surveillance, sera bien moins sensible à l'influence du dirigeant dans la mesure où ce dernier ne sera pas présent aux réunions du conseil de surveillance. Il ne pourra participer qu'aux réunions du directoire dont il est membre avec d'autres cadres dirigeants de la firme. Cette exclusion du dirigeant rendra plus difficile la constitution de réserves de liquidités discrétionnaires. Les administrateurs pourront plus facilement

contraindre le dirigeant à verser des dividendes. On peut donc s'attendre à un accroissement du taux de distribution lorsque le conseil d'administration sera de forme duale.

Les variables de contrôle qui concernent les caractéristiques financières sont la taille calculée comme le logarithme népérien de la capitalisation boursière, les opportunités d'investissement mesurées à l'aide du ratio market-to-book et calculé comme la capitalisation boursière plus la valeur comptable des dettes moins la valeur comptable des fonds propres le tout divisé par la valeur comptable des actifs totaux, le niveau d'endettement calculé comme le ratio de la valeur comptable des dettes divisée par la valeur comptable des actifs totaux, la capacité d'autofinancement (cash-flow) calculée comme le cash-flow opérationnel divisé par la valeur comptable des actifs totaux, et enfin la tangibilité des actifs calculé comme la valeur comptable des actifs tangibles divisée par la valeur comptable des actifs totaux. Les plus grosses firmes feront face à moins de contraintes financières que les petites firmes dans la mesure où elles pourront vendre des actifs, ce qui leur permettra de lever des liquidités qui pourront être versées aux actionnaires sous forme de dividendes. Ainsi, comme Hu et Kumar (2004), on prédit donc que le taux de distribution de la firme sera croissant en fonction de la taille de la firme. En ce qui concerne les opportunités d'investissement et la capacité d'autofinancement, on sait d'après la théorie du free cash-flow que les firmes avec le plus de free cash-flow distribueront davantage de dividendes. On prédit donc une relation croissante entre les opportunités d'investissement et le taux de distribution ainsi qu'entre la capacité d'autofinancement et le taux de distribution. En ce qui concerne l'endettement, les firmes les plus endettées devront faire en sorte de constituer des réserves de liquidités afin de pouvoir rembourser les dettes qu'elles ont contractées. Cela implique donc pour la firme de diminuer le montant des dividendes qu'elle distribuera à ses actionnaires. En effet, d'après Jensen (1986), le remboursement de la dette est un mécanisme de substitution efficace pour éviter le gaspillage des cash-flows de la firme. On anticipe par conséquent que le taux de distribution diminuera avec le taux d'endettement de la firme. Enfin, en ce qui concerne la tangibilité des actifs de la firme, le fait de posséder une part importante d'actifs tangibles permettra à la firme de vendre une partie des actifs dont elle dispose pour lever des liquidités qu'elle pourra distribuer à ses actionnaires sous forme de dividendes. On prédit donc que le taux de distribution sera croissant en fonction de la tangibilité des actifs.

Dans un second temps, et pour s'assurer de la robustesse de notre modèle de base, nous incluons dans ce modèle de base des variables relatives à diverses caractéristiques du

dirigeant. Les résultats que nous allons avoir peuvent en effet être potentiellement causés par d'autres caractéristiques concernant le dirigeant et la gouvernance de la firme. Nous incluons ces variables dans le modèle. Nous regardons si les résultats tiennent toujours en tenant compte du fait que le dirigeant préside ou non le conseil d'administration, du statut de fondateur du dirigeant, ainsi que de l'ancienneté du dirigeant dans sa fonction.

En ce qui concerne la position hiérarchique du dirigeant au sein du conseil d'administration, ce dernier a davantage d'influence sur les administrateurs en général et ses relations sociales en particulier s'il préside le conseil d'administration. Ce dernier peut ainsi beaucoup plus facilement faire accepter des décisions qui lui seront favorables, et sa marge de manœuvre est fortement accrue. Il peut beaucoup plus facilement créer des réserves de liquidités discrétionnaires en versant moins de dividendes. On peut donc s'attendre à un taux de distribution moindre pour les firmes dont le dirigeant préside le conseil d'administration.

En ce qui concerne le statut de fondateur du dirigeant, un dirigeant fondateur a pour réflexe de thésauriser davantage qu'un dirigeant recruté dans la mesure où la firme est une partie importante de son patrimoine. Il fait donc en sorte d'éviter le plus possible de faire face à des contraintes financières qui l'obligeraient à lever du capital auprès des marchés financiers. Le dirigeant devrait alors divulguer des informations stratégiques et fondamentales pour le maintien de sa position concurrentielle, et il ferait face par conséquent à des coûts de propriété. Les coûts de propriété apparaissent lorsque la firme divulgue des informations relatives à ses actifs stratégiques et savoir-faire. Par conséquent un dirigeant fondateur fait en sorte de verser moins de dividendes. On peut donc s'attendre à un taux de distribution moindre pour les firmes dont le dirigeant est le fondateur.

Enfin, le temps passé en fonction par le dirigeant permet à ce dernier de connaître plus finement les spécificités de la firme ainsi que les processus cognitifs des managers ayant le plus d'influence au sein de la firme. En outre, à mesure que le temps passé en fonction par le dirigeant s'accroît, ce dernier est capable de nommer des administrateurs et cadres dirigeants agissant à son service. Ainsi il peut influencer beaucoup plus facilement ces administrateurs et cadres dirigeants de la firme (Westphal et Zajac, 1995 ; Finkelstein et Hambrick, 1996). Les administrateurs nouvellement nommés valident des décisions favorisant le dirigeant afin de lui témoigner leur reconnaissance. Le dirigeant peut donc beaucoup plus facilement contourner les mécanismes de contrôle mis en place par le conseil d'administration. Par conséquent il a la

possibilité de mettre en place des réserves de liquidités discrétionnaires en versant moins de dividendes. On peut donc s'attendre à ce que le taux de distribution soit décroissant en fonction du temps passé en fonction par le dirigeant.

(2) Mesure du taux de distribution

La mesure du niveau de distribution est fondamentale pour assurer la qualité de notre recherche. Par conséquent, il est primordial de mesurer le niveau de distribution de façon adéquate. Il convient tout d'abord de rappeler que le plus souvent, on calcule le niveau de distribution par le taux de distribution qui est le rapport entre le montant total des dividendes payés aux actionnaires et par le résultat net comptable. Cependant, cette mesure est très imparfaite pour deux raisons. Tout d'abord, le résultat comptable est très facilement manipulable par le dirigeant, surtout si son conseil d'administration est amical. De plus, il peut arriver que le résultat soit négatif, et dans ce cas il est impossible d'interpréter le taux de distribution. Pour remédier à ces problèmes, on calcule le taux de distribution comme le ratio du total des dividendes payés divisé par la capitalisation boursière. Nous pensons que cette mesure est imparfaite dans la mesure où sa pertinence est soumise au niveau d'efficacité informationnelle des marchés. Une telle mesure est bien plus pertinente lorsque les marchés sont fortement efficaces, ce qui n'est pas le cas sur la période nous concernant. On ne peut donc pas avoir une interprétation pertinente de cette mesure. Or on sait que notre échantillon a été collecté en pleine période d'incertitude du fait des crises des subprimes puis des dettes souveraines, ce qui a considérablement altéré l'efficacité des marchés financiers. Ainsi, on ne peut pas interpréter le ratio des dividendes totaux sur la capitalisation boursière. Pour chacune des mesures déjà utilisées dans la littérature, les éventuelles corrélations mises en évidence n'auraient par conséquent pas pu être interprétées convenablement si cette mesure avait été choisie. Nous avons par conséquent décidé de créer deux mesures du taux de distribution. La première mesure se calcule comme le ratio du total des dividendes payés divisé par la valeur comptable des fonds propres. Une telle mesure permet de remédier au problème d'inefficacité du marché car nous savons que notre échantillon a été collecté dans une période caractérisée par une forte incertitude et une forte inefficacité du marché. De plus, on peut également voir dans quelle mesure les actionnaires sont récompensés pour l'investissement qu'ils effectuent en apportant des fonds propres à la firme. La seconde mesure se calcule comme le ratio du total des dividendes payés divisé par le chiffre d'affaires réalisé sur l'année correspondante. Lorsque le résultat de la firme est négatif, la mesure

classique du taux de distribution perd son sens. Comme l'expliquent Brockman et Unlu (2009), une telle situation peut se résoudre en supprimant les données pour lesquelles le résultat est négatif. Cependant, en ce qui nous concerne cela conduirait à la suppression d'un très grand nombre de données de notre échantillon. Les données de ce dernier ont en effet été collectées en période de crise, or bon nombre de firmes ont affiché des pertes à ce moment. Ainsi le fait d'employer une telle mesure permet d'éviter la suppression d'un trop grand nombre de données. De plus on diminue très fortement la probabilité d'une manipulation comptable car le chiffre d'affaire est plus difficilement manipulable que le résultat comptable de la firme. On sait en effet qu'en France la protection des investisseurs est bien moindre par rapport aux pays anglo-saxons. De ce fait, les dirigeants ont beaucoup plus de facilités à manipuler les résultats comptables (Leuz, Nanda, et Wysocki, 2003). Cela est encore plus facile lorsque le conseil d'administration est amical à l'encontre du dirigeant.

(3) Statistiques descriptives

Les statistiques descriptives sont présentées dans le tableau 2. La variable *divteq* est le ratio du total des dividendes payés divisé par la valeur comptable des fonds propres. La variable *divtsales* est le ratio du total des dividendes payés divisé par le chiffre d'affaire. La variable *Sch_ties*, qui est notre variable d'intérêt, mesure l'importance du réseau social du dirigeant au sein du conseil d'administration. Elle se calcule comme la part des administrateurs appartenant aux mêmes réseaux d'anciens de Grandes Ecoles que le dirigeant. La variable *growth* mesure les opportunités de croissance de la firme. Elle se calcule comme l'actif total moins la valeur comptable des fonds propres plus la capitalisation boursière le tout divisé par l'actif total. La variable *cash_flow* mesure la capacité d'autofinancement de la firme. Elle est calculée comme le cash-flow opérationnel divisé par l'actif total de la firme. La variable *Size* mesure la taille de la firme. Elle se calcule comme le logarithme de la capitalisation boursière de la firme. La variable *leverage* mesure le niveau d'endettement de la firme. Elle se calcule comme la valeur comptable de l'endettement total divisé par l'actif total de la firme. La variable *asset_tangibility* mesure la tangibilité des actifs de la firme. Elle se calcule comme l'ensemble des immobilisations (property, plants, and equipments) divisé par l'actif total de la firme. La variable *Exp_Fct* mesure l'expérience en fonction du dirigeant. Elle se calcule comme le nombre d'années passées en fonction par le dirigeant au sein de la firme. La variable *CEO_Chairm* caractérise la position hiérarchique du dirigeant au sein du conseil d'administration. Il s'agit d'une variable binaire qui prend la valeur 1 si le dirigeant préside le

conseil d'administration et 0 sinon. La variable CEO_Found indique si le dirigeant est également le fondateur de la firme. Il s'agit d'une variable binaire. Elle prend la valeur 1 si le dirigeant a fondé la firme et 0 sinon. La variable Two_tier_b caractérise la structure du conseil d'administration. Elle prend la valeur 1 si le conseil d'administration a une forme duale, à savoir avec un directoire et un conseil de surveillance, et 0 sinon. La variable Board_sizemesure la taille du conseil d'administration. Elle est calculée comme le logarithme du nombre d'administrateurs. La variable Board_inde mesure le niveau d'indépendance du conseil d'administration. Elle est calculée comme la part des administrateurs considérés comme indépendants au regard du code AFEP-MEDEF. Au vu des statistiques descriptives qui suivent, on peut constater que les caractéristiques des deux mesures du niveau de dividendes sont suffisamment différentes pour pouvoir affirmer que l'on a deux instruments différents pour cette variable.

Variable	Moyenne	Écart-type	Minimum	25e centile	Médiane	75e centile	Maximum
divteq	0,043	0,028	0,000	0,024	0,042	0,062	0,120
divtsales	0,023	0,023	0,000	0,006	0,017	0,039	0,152
growth	1,399	0,671	0,683	1,022	1,192	1,521	6,230
cash_flow	0,079	0,072	-0,503	0,050	0,074	0,108	0,354
size	22,740	1,403	18,542	21,626	22,706	23,905	25,813
leverage	0,249	0,134	0,000	0,151	0,235	0,334	0,619
Asset_tangibility	0,239	0,199	0,014	0,078	0,187	0,368	0,964
Exp_Fct	8,217	9,507	0,000	2,000	4,000	11,000	47,000
CEO_Chairm	0,512	0,501	0,000	0,000	1,000	1,000	1,000
CEO_found	0,131	0,338	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000
Two_tier_b	0,244	0,430	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000
Board_size	2,451	0,320	1,386	2,303	2,485	2,639	3,045
Board_inde	0,507	0,200	0,095	0,375	0,500	0,636	1,000
Sch_Ties	0,104	0,127	0,000	0,000	0,059	0,214	0,571

Tableau 2: Statistiques descriptives concernant la relation entre la part de relations sociales du dirigeant et la politique de dividendes

c) Présentation et discussion des résultats

Le tableau 3 présente nos résultats lorsque l'on ne tient pas compte des autres caractéristiques du dirigeant. Nous constatons que dans tous les cas, la valeur du coefficient associé à la

variable mesurant l'importance du réseau social du dirigeant au sein du conseil d'administration est négatif et statistiquement significatif au seuil de 1%. Plus précisément le coefficient associé à la mesure de l'importance du réseau social du dirigeant au sein du conseil d'administration est de -0,030 avec un t de Student égal à -2,77 dans le cas de la variable Divteq. Dans le cas de la variable Divtsales, le coefficient associé à cette même variable est de -0,026 avec un t de Student égal à -2,84. En ce qui concerne les variables de contrôle relatives à la gouvernance, seule la taille du conseil d'administration a une influence positive et statistiquement significative au seuil de 5%. Plus précisément, le coefficient associé à la variable taille en ce qui concerne la variable divteq est égal à 0,013 avec un t de Student de 2,3. En ce qui concerne la variable divtsales, le coefficient associé à la variable taille est égal à 0,012 avec un t de Student de 2,4. En revanche, le niveau d'indépendance ainsi que la structure du conseil d'administration n'ont aucune influence significative sur le taux de distribution sur la base du modèle de régression choisi. En ce qui concerne les variables de contrôle relatives aux caractéristiques financières de la firme, la taille, l'importance des opportunités de croissance, ainsi que la capacité d'autofinancement ont toutes un effet positif et statistiquement significatif sur le taux de distribution. Dans le cas de la variable divteq le seuil de significativité est de 1% pour chaque variable. Pour la variable divtsales le seuil de significativité est de 1% pour la mesure des opportunités de croissance tandis que la taille et la capacité d'autofinancement ne sont statistiquement significatives qu'au seuil de 10%. L'endettement ne semble pas avoir d'effet significatif sur le taux de distribution si l'on se base sur le modèle de régression que l'on a employé. Enfin, la tangibilité des actifs n'a d'effet sur le taux de distribution que lorsque ce dernier est calculé comme le ratio du total des dividendes payés divisé par le chiffre d'affaires. Le coefficient correspondant est de 0,015 pour un t de Student de 2,34.

Nous avons inclus dans le modèle précédent les variables concernant le statut hiérarchique du dirigeant, le fait que le dirigeant soit fondateur de la firme, et enfin le temps passé en fonction par le dirigeant. Les variables de contrôle sont identiques à précédemment. Ces résultats se trouvent dans le tableau 3 et nous n'avons pas fait apparaître les résultats de ces variables par souci de synthèse. D'après les résultats figurant dans ce tableau, le modèle de régression que nous avons choisi ne nous permet pas d'affirmer que ces variables ont une influence véritablement significative sur le taux de distribution de la firme. En revanche, nous trouvons que le taux de distribution diminue toujours fortement lorsque la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration augmente. Le seuil de significativité est à chaque

fois de 1%. Ainsi, pour la variable divteq le coefficient associé à la variable mesurant l'importance du réseau social du dirigeant au sein du conseil d'administration est de -0,024 pour un t de Student égal à -2,58. Pour la variable divtsales le coefficient associé à la variable mesurant l'importance du réseau social du dirigeant au sein du conseil d'administration est de -0,035 pour un t de Student égal à -3,2.

Tableau 3 : Réseau social du dirigeant et politique de dividendes

	Divtsales	Divteq	Divtsales	Divteq
Intercept	-0,018	-0,106	-0,133	-0,036
	-0,740	-3,810	-5,190	-1,640
sch_ties_d	-0,008***	-0,007**		
	-3,080	-2,390		
Sch_Ties			-0,035***	-0,024**
			-3,200	-2,580
CEO_Chairm	-0,005*	0,004	0,005	-0,006*
	-1,670	1,120	1,500	-1,810
CEO_found	-0,006	0,001	-0,003	-0,010**
	-1,500	0,160	-0,660	-2,330
Exp_Fct	0,000	0,000**	0,000*	0,000
	0,170	-2,050	-1,830	0,810
Board_size	-0,005	0,003	0,015**	0,012**
	-1,500	0,670	2,530	2,430
Board_inde	0,001**	0,001*	0,014*	-0,009
	2,150	1,870	1,810	-1,290
Two_tier_b	-0,008	0,012	0,005	-0,003
	-1,140	1,570	1,210	-0,960
growth	0,010***	0,012***	0,011***	0,010***
	5,150	5,200	4,810	4,820
cash_flow	0,001	0,005***	0,080***	0,025
	1,010	3,710	3,990	1,460
size	-0,009	0,000	0,005***	0,001
	-0,860	-0,010	3,760	0,970
leverage	-0,027	0,011	-0,001	-0,010
	-1,160	0,400	-0,100	-0,970
Asset_tangibility	0,015**	-0,016**	-0,015**	0,016**
	2,320	-2,140	-1,990	2,460
Observation	344	344	344	344
effets fixes	oui	oui	oui	oui
R carré	0,265	0,302	0,291	0,233
Valeur F	6,870	8,230	8,410	6,210

Nous montrons que le réseau social du dirigeant au sein du conseil d'administration conduit à une diminution du taux de distribution par la firme. Nos résultats suggèrent donc que le réseau social du dirigeant au sein du conseil d'administration facilite l'enracinement du dirigeant. Nos résultats sont dans la lignée de la théorie du free cash-flow (Jensen, 1986) ainsi que dans la lignée de la théorie de la dépendance aux ressources.

Grâce à la possession de relations sociales au sein de l'organe de surveillance (conseil d'administration en tant que tel ou bien conseil de surveillance), le dirigeant a ainsi la possibilité de détourner le conseil d'administration à son profit. Cela est d'autant plus facile en France que le dirigeant constitue son capital social lors de ses études supérieures au sein des grandes écoles. La solidarité entre les étudiants puis les diplômés caractérise ces grandes écoles. Cette solidarité est entretenue lors des réunions organisées par les associations des anciens étudiants de l'école concernée. De telles réunions permettent d'échanger des informations de façon informelle et pouvant échapper à tout contrôle disciplinaire. Le dirigeant peut ainsi faire en sorte que ses relations sociales présentes au sein du conseil d'administration communiquent de manière adéquate auprès des marchés financiers pour que la firme puisse acquérir une bonne réputation auprès des investisseurs. Or on sait qu'habituellement le dirigeant doit verser des dividendes aux investisseurs pour faire en sorte d'acquérir une bonne réputation auprès de ces derniers. Par conséquent cela n'est pas nécessaire lorsque les relations sociales du dirigeant sont présentes au conseil d'administration car elles feront en sorte de vanter la qualité de la firme. Les administrateurs en sympathie avec le dirigeant sont d'autant plus prompts à améliorer la réputation de la firme de leur relation auprès des investisseurs qu'ils ne peuvent pas avancer une quantité trop importante de richesses du fait de leurs propres contraintes financières. En outre, les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration incitent le dirigeant à ne pas verser de dividendes trop importants pour éviter de pallier aux difficultés financières ultérieures de ce dernier. Les relations sociales permettent ainsi au dirigeant de constituer des réserves de liquidités qui accroissent sa marge discrétionnaire. Cela donne la possibilité au dirigeant de financer des projets qui rendront son capital humain indispensable à la création de valeur.

Nos résultats peuvent être comparés à ceux de Byoun et al. (2013). Ils suggèrent en effet que le manque de diversité au sein du conseil d'administration exacerbe les conflits d'agence. Dans notre cas cela est dû au fait que le dirigeant et les administrateurs sont tous issus des mêmes formations et ont subi les mêmes processus sociaux. Par la suite, les anciens d'une

grande école donnée restent solidaires et se soutiennent mutuellement lorsque l'un d'entre eux a besoin de l'aide des autres membres du réseau. Le réseau social du dirigeant constitue ainsi un important relai de pouvoir pour le dirigeant. Cette solidarité est également en partie contrainte du fait de la pression sociale qui règne au sein d'un groupe social donné dont les membres partagent des caractéristiques similaires. Nos résultats sont tranchés et nets. Néanmoins, nous devons garder un esprit critique envers notre travail. Tout d'abord, nos données ont été collectées sur un échantillon de temps aux caractéristiques particulières. En effet, la plage temporelle est située en pleine période de crise financière et boursière. Cela implique que les dirigeants ont dû faire face à une forte incertitude. Par conséquent, ces derniers ont pu faire en sorte de nommer des relations sociales afin d'amoindrir cette incertitude. De plus, la période choisie n'est pas propice au fait de verser un dividende dans la mesure où les attentes des investisseurs ne sont pas tournés vers les dividendes. Par conséquent cela n'incite pas les dirigeants à verser un dividende conséquent.

d) Robustesse des résultats

Nous allons à présent tester la robustesse de nos résultats. Dans un premier temps, nous allons nous demander si d'éventuels biais d'endogénéité affectent nos résultats. Ensuite, nous étudierons la sensibilité de la relation entre dividendes et relations sociales à l'inclusion d'une variable relative à la structure de propriété de la firme.

(1) Etude d'éventuels biais d'endogénéité

Nous pensons qu'il peut y avoir des problèmes d'endogénéité dans notre test. En effet, il se peut que la relation entre l'importance des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et le niveau des dividendes versé par la firme soit influencée par un paramètre non observable dont on n'a pas tenu compte dans le modèle de régression précédent. Dans le cas présent, les caractéristiques concernent avant tout le dirigeant et son parcours. Une telle caractéristique dont on n'a pas tenu compte précédemment peut influencer la part des administrateurs en relation avec le dirigeant. Pour pallier au problème d'endogénéité, nous avons eu recours à la technique des variables instrumentales. Le tableau 4 montre les résultats de nos régressions en doubles moindres carrés ordinaires. La première régression montre qu'il existe à chaque fois une corrélation positive et très fortement significative entre notre variable d'intérêt et les instruments que nous avons choisis. Cela

témoigne de la qualité de ces derniers. Ensuite, on peut observer que les résultats concernant la politique de dividendes en tant que telle ne sont pas différents de ceux obtenus avec notre modèle de base des moindres carrés généralisés utilisé précédemment. Dans tous les cas, l'accroissement de la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduit à une diminution du niveau des dividendes versés, et le coefficient de la variable d'intérêt reste significatif au seuil de 5%, voire de 1%. De surcroît, nous pouvons constater que les statistiques de Fisher sont valides, ce qui nous indique que le modèle peut être accepté. Nous pouvons également constater que la qualité explicative des modèles est forte avec des R carrés compris pour la plupart entre 20 et 30%. Cela est à mettre en perspective avec d'autres travaux sur des thématiques similaires dont les mêmes indicateurs R carrés sont le plus souvent inférieurs à 10%. Par conséquent, la relation entre part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et dividendes n'est pas affectée par un biais d'endogénéité.

	sch_ties	divteq	divtsales	sch_ties	divtsales	divteq
Intercept	0,253	1,693	-1,973	6,017	-1,510	2,115
	1,870	0,910	-1,240	0,690	-0,940	1,120
Gd_Corps	0,097***					
	6,090					
sch_ties_av				0,931***		
				7,480		
sch_ties		-0,040***	-0,029***		-0,025**	-0,036***
		-3,720	-3,120		-2,680	-3,290
CEO_chair	0,036**	0,005	-0,006**	0,053***	-0,006**	0,005
	2,110	1,300	-1,970	3,290	-1,950	1,520
CEO_found	-0,005	0,000	-0,007*	0,031	-0,010**	-0,004
	-0,210	0,000	-1,700	1,380	-2,410	-0,770
Exp_fct	-0,001	0,000**	0,000	-0,002**	0,000	0,000**
	-1,520	-2,170	0,440	-2,690	0,820	-1,840
Two_tier_b	-0,035*	0,002	-0,005	-0,026	-0,004	0,004
	-1,870	0,550	-1,600	-1,460	-1,170	1,070
Board_size	0,000	0,001	0,001*	0,001	0,001**	0,001**
	-0,070	1,590	1,690	0,300	2,160	2,070
Board_inde	0,144***	0,014*	-0,008	0,127***	-0,009	0,014*
	3,860	1,840	-1,210	3,510	-1,350	1,700
growth	-0,032***	0,010***	0,009***	-0,009	0,009***	0,011***
	-2,970	4,550	4,410	-0,860	4,480	4,640
size	-0,008	0,005***	0,001	0,008	0,001	0,005***
	-1,220	3,770	1,030	1,240	0,980	3,900
leverage	-0,062	-0,004	-0,013	-0,013	-0,011	-0,002
	-1,090	-0,360	-1,340	-0,230	-1,070	-0,200
cash_flow	0,004	0,014	-0,024	-0,103	0,027	0,083***
	0,030	0,530	-1,040	-1,090	1,540	4,120
Asset_tangibility	-0,014	-0,015**	0,017**	-0,009	0,016**	-0,015**
	-0,400	-2,040	2,590	-0,260	2,480	-1,990
Observations	341	341	341	344	344	344
Effets fixes	oui	oui	oui	oui	oui	oui
R carré ajusté	0,214	0,280	0,219	0,248	0,188	0,251
Valeur F	8,130	10,440	7,800	9,680	7,110	9,860

Tableau 4 : Relations sociales et niveau de dividendes, une approche par les variables instrumentales

(2) L'inclusion d'une variable relative à la structure de propriété de la firme

Nous testons à présent la robustesse de notre modèle de base en incluant dans ce dernier une variable de contrôle relative à la structure de propriété. Un nombre grandissant de travaux ont en effet montré que la politique de dividendes était très fortement influencée par la structure de propriété de la firme (Michaely et Roberts, 2012). Mancinelli et Ozkan (2006) étudient l'influence de la concentration du capital sur le niveau de dividendes versé par 139 firmes italiennes. Les auteurs montrent que le niveau de dividendes versé diminue à mesure que les droits de vote détenus par le premier actionnaire s'accroissent. De tels résultats laissent à penser que les dirigeants savent tirer parti des conflits d'agence entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires. Les résultats des auteurs suggèrent également que les gros actionnaires autres que l'actionnaire majoritaire n'exercent pas de pression disciplinaire sur ce dernier. Nous pouvons donc voir qu'il est important de prendre en compte le niveau de concentration du capital lorsque l'on étudie l'influence de la gouvernance de la firme sur sa politique de dividendes. Cet article est particulièrement intéressant dans la mesure où les firmes françaises possèdent également un capital très fortement concentré. Nous incluons donc dans notre modèle de base le niveau des droits de vote du premier actionnaire. Les résultats sont présentés dans le tableau 5. Nous pouvons constater que la relation testée dans le modèle de base ne change pas et reste robuste.

Tableau 5 : L'inclusion d'une variable de contrôle concernant la structure de propriété dans la relation entre relations sociales et niveau de dividendes

	Divtsales	Divteq
Intercept	-0,014	-0,067
	-0,540	-2,240
Sch_ties	-0,025**	-0,039***
	-2,610	-3,600
CEO_chair	-0,006*	0,005
	-1,900	1,410
CEO_found	-0,013***	-0,007
	-2,960	-1,480
Exp_fct	0,000	0,000
	0,800	-1,190
Two_tier_b	-0,003	0,005
	-1,030	1,170
Board_size	0,001**	0,001**
	2,070	2,240
Board_inde	-0,011	0,002
	-1,450	0,230
Vote_1	-0,003	-0,011*
	-0,650	-1,880
size	0,001	0,005***
	0,790	3,760
leverage	-0,010	-0,006
	-1,020	-0,550
growth	0,010***	0,012***
	4,940	5,170
cash_flow	0,025	0,088***
	1,420	4,410
Asset_tangibility	0,018**	-0,014*
	2,790	-1,820
Observations	360	360
effets fixes	oui	oui
R carré	0,242	0,323
Valeur F	5,450	8,140

Conclusion

Ce travail avait pour but d'étudier les conséquences de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la politique de dividendes de la firme dans le cas de 78 grandes entreprises cotées appartenant à l'indice SBF 120 entre 2007 et 2011. Nous avons en effet l'intuition que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration s'accompagnait d'une baisse du taux de distribution. Une telle intuition se basait sur la théorie du free cash-flow de Jensen (1986) ainsi que sur la théorie de la dépendance aux ressources. La théorie du free cash-flow, basée sur la théorie de l'agence, affirme que le dirigeant constitue des réserves de liquidités discrétionnaires afin de financer des projets d'investissements personnels et rendre ainsi son capital humain indispensable aux actionnaires. Le fait de mettre en place de telles réserves de liquidités permet au dirigeant de s'isoler de la pression disciplinaire exercée par les marchés financiers et implique de verser moins de dividendes aux actionnaires. La présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration favorise la mise en place de telles réserves discrétionnaires par le dirigeant dans la mesure où ces dernières neutralisent la fonction de contrôle disciplinaire du conseil d'administration. Un tel comportement de la part des administrateurs sympathiques à l'égard du dirigeant s'explique par la nécessaire solidarité réciproque entre les relations sociales issues des mêmes réseaux d'anciens d'une institution universitaire donnée. La théorie de la dépendance aux ressources, pour sa part, conçoit le conseil d'administration comme pourvoyeur d'informations et de ressources pour le dirigeant. Par conséquent, pour éviter que ses relations sociales aient à faire face à des contraintes financières, le dirigeant fait en sorte de verser moins de dividendes à ses actionnaires. Il n'aura donc pas à demander des ressources supplémentaires à ses relations sociales. Ces dernières n'auront pas à faire face à des contraintes financières. Ainsi, le dirigeant pourra conserver le bénéfice de ses relations sociales. En effet, il n'aura pas à solliciter ces dernières pour obtenir des ressources financières supplémentaires. On peut également dire que la théorie de l'agence et la théorie de la dépendance aux ressources convergent dans la mesure où le dirigeant ainsi que ses relations sociales peuvent avoir recours à des prélèvements discrétionnaires (perks) dans les réserves de liquidités ainsi constituées. De tels prélèvements peuvent être personnels ou avoir pour finalité d'enrichir la partie du noyau dur à laquelle le dirigeant et ses relations sociales appartiennent.

Nous allons voir dans la suite de nos recherches quelles sont les conséquences de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration en termes d'arbitrage entre dettes et fonds propres.

2. L'influence de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur l'arbitrage entre dette et fonds propres

Introduction

La présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration a-t-elle une influence sur la structure de financement de la firme ? Nous avons pour but de montrer dans cette partie de la thèse que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration incite le dirigeant à choisir l'endettement pour financer ses projets. Ce travail concerne la structure de financement de la firme, autre grand aspect de la politique financière avec la politique de dividendes. De nombreux travaux empiriques montrent que les dirigeants disposant d'un capital social important endettent davantage les firmes dont ils ont la responsabilité (Faccio, 2006). Cette tendance est renforcée par le fait que les firmes en état de détresse financière sont secourues avec une probabilité beaucoup plus importante lorsqu'elles disposent de relations politiques fortes (Faccio, Masulis, McConnell, 2006). Enfin, plus récemment, Houston, Jiang, Lin, et Ma (2014) ont étudié l'influence du capital social des firmes américaines sur le coût et les arrangements contractuels des prêts bancaires. Les firmes disposant d'un capital social important ont davantage de facilités à accéder aux ressources financières, et ce à un coût moindre. Il est ainsi légitime de se demander ce qui se produit lorsque des relations sociales du dirigeant sont présentes au sein même du conseil d'administration.

Nous émettons l'hypothèse que la firme s'endette davantage lorsque le dirigeant possède davantage de relations sociales au sein du conseil d'administration. Notre intuition se base sur la théorie de la dépendance aux ressources. D'après la théorie de la dépendance aux ressources, on sait que le capital social du dirigeant permet à ce dernier d'accéder à des ressources financières à un coût moindre. Cette facilité d'accès aux ressources financières est encore plus importante lorsque le capital social du dirigeant donne à ce dernier un accès privilégié aux institutions financières, comme c'est le cas en France. On sait en effet que les dirigeants des grandes entreprises françaises possèdent très souvent des relations au sein des

états-majors des grandes institutions financières. Cela permet au dirigeant d'accéder au marché de la dette à un coût plus faible tout en évitant de divulguer des informations au public comme cela se fait lorsque de la dette est levée sur les marchés financiers. En revanche, cela s'oppose aux prédictions de la théorie de l'agence, selon laquelle l'influence accrue du dirigeant au sein du conseil d'administration conduit à une diminution du levier financier. En effet, on sait d'ordinaire que l'accroissement de l'influence du dirigeant au sein de la firme et du conseil d'administration s'accompagne d'une diminution du niveau d'endettement de la firme afin d'échapper à la sanction disciplinaire des créanciers. Un tel suivi disciplinaire est à l'avantage des actionnaires. Cela est d'autant plus vrai que la structure de propriété est très concentrée entre les mains de quelques gros actionnaires, comme c'est le cas en France. Plus exactement, les actionnaires se servent de la dette comme un mécanisme disciplinaire pour contraindre le dirigeant à ne pas gaspiller les free cash-flows. Le dirigeant doit en effet rembourser les intérêts de la dette.

Nous montrons qu'en règle générale la théorie de la dépendance aux ressources se vérifie. Par la suite, nous procédons à un test complémentaire et différencions les théories de l'agence et de la dépendance aux ressources sur la base de la concentration du capital de la firme. Nous montrons que la théorie de la dépendance aux ressources peut s'appliquer à un contexte de forte concentration du capital, tandis que la théorie de l'agence peut s'appliquer à un contexte de faible concentration du capital.

Dans un contexte de forte concentration du capital, l'actionnaire actionnaire majoritaire a la possibilité d'exercer une pression sur le dirigeant et le conseil d'administration pour endetter la firme et ainsi protéger les actifs spécifiques d'une éventuelle expropriation. Un capital concentré est souvent caractéristique d'une firme jeune dont les actifs peuvent être facilement dérobés. Le financement par la dette permet d'éviter l'entrée de petits actionnaires et la dilution du capital. Cette possibilité de financement est permise par la présence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. Ces administrateurs facilitent l'accès de la firme à la dette. En effet, le fait d'avancer des ressources au dirigeant permet aux relations sociales de ce dernier de conforter et d'entretenir également leur capital social. Si les administrateurs en relation avec le dirigeant n'avançaient pas de ressources, alors ils risqueraient de perdre une partie de leur capital social. De même, si le dirigeant ne remboursait pas l'emprunt contracté auprès de ses amis, alors son capital social diminuerait très fortement. Cela limite donc très fortement les coûts d'agence de la dette. Par conséquent,

l'actionnaire majoritaire, ainsi que le dirigeant et sa partie du noyau dur sont satisfaits de cette situation.

En revanche, lorsque le capital de la firme est composé d'un grand nombre de petits actionnaires, aucun d'entre eux ne possède un poids suffisamment fort pour imposer une contrainte disciplinaire au dirigeant. Aucun actionnaire en présence n'est assez puissant pour exiger des performances importantes contre l'apport de capitaux propres. En outre, les firmes possédant une telle structure de propriété sont le plus souvent des firmes arrivées à maturité qui n'ont plus aucun secret stratégique à protéger. Dans cette situation, les capitaux propres sont une source de financement moins chère que la dette. Par conséquent, dans un tel cas de figure, le dirigeant peut faire en sorte d'utiliser ses relations sociales au sein du conseil d'administration pour s'enraciner. De ce fait, le dirigeant fait en sorte d'éviter l'endettement pour échapper à la sanction des marchés financiers. Même si nous ne sommes pas les premiers à nous interroger sur l'influence du capital social de la firme sur ses choix de financement, nous sommes les premiers à nous interroger sur l'influence du poids politique des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur le choix d'une structure de financement par la firme.

Notre travail offre une contribution importante à la littérature traitant de la relation entre gouvernance d'entreprise et choix de financement par la firme. Nos résultats apportent davantage d'informations à propos de l'influence de la gouvernance d'entreprise sur la politique de financement. Nous montrons ainsi que le capital social du dirigeant, et plus encore son poids politique au sein du conseil d'administration, est un déterminant majeur de la structure de financement de la firme. Plus précisément, nous montrons que le poids politique des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration incite le dirigeant à privilégier l'endettement plutôt que le financement par actions du fait de la facilité d'accès à la dette. Cela constitue un outil de contrôle disciplinaire dans la mesure où le dirigeant sera obligé de payer les intérêts de la dette. Cet accès à l'endettement est facilité par la communication d'information plus rapide qui s'opère entre le dirigeant et ses relations sociales.

a) **Capital social et politique de financement : une revue de la littérature**

Il existe bon nombre de travaux traitant de l'influence du capital social des dirigeants et des firmes sur le choix d'une structure de financement. Dans la plupart des cas, les auteurs traitent des relations avec le monde politique entretenues par les dirigeants. Nos travaux sont d'autant plus uniques qu'ils traitent de la présence d'administrateurs en sympathie avec le dirigeant.

Nous devons tout d'abord commencer en rappelant que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduit à une très forte diminution de la diversité culturelle et sociale au sein du conseil d'administration. Cela peut être mal perçu d'un point de vue éthique et non conforme aux règles de bonne gouvernance traditionnellement établies. En effet, cela peut conduire à du favoritisme et une allocation non-optimale des ressources financières. Cependant, certains travaux suggèrent que la proximité cognitive et culturelle entre dirigeants et administrateurs permet une meilleure efficacité du conseil d'administration du fait d'une plus grande confiance entre les membres du conseil d'administration, ce qui facilite l'échange d'informations entre eux. Une telle analyse se base sur des résultats en sociologie et en économie (Uzzi, 1999 ; Guiso, Sapienza, et Zingales, 2009). Pour Uzzi, le fait de posséder un capital social est un déterminant fondamental de l'accès à l'endettement pour une firme. Plus ces relations sont fortes et proches, plus l'accès à l'endettement est facilité par un coût de l'endettement faible. Selon Guiso, Sapienza, et Zingales, la confiance qui existe entre deux pays conduit à un accroissement des investissements entre ces deux pays. Une telle proximité culturelle est d'autant plus avantageuse lorsqu'une firme souhaite s'endetter. En effet, le suivi informationnel des contrats de dette est facilité, et cela diminue le coût d'accès à la dette. Une telle analyse est faite par Fisman, Paravisini, et Vig (2012) dans le cas des firmes indiennes. Plus précisément, la proximité culturelle entre les dirigeants des firmes et les dirigeants des institutions financières permet un meilleur accès au crédit. De même, les firmes dont les dirigeants ont une forte proximité culturelle avec les dirigeants des institutions financières se voient demander des collatéraux beaucoup moins conséquents. De tels résultats sont similaires à ceux de Giannetti et Yafeh (2012) qui constatent que la probabilité d'octroi d'un emprunt par la banque diminue avec la distance culturelle entre l'emprunteur et la banque. De surcroît, les collatéraux requis par la banque sont également beaucoup plus faibles.

En France, les dirigeants qui disposent de relations sociales au sein du conseil d'administration ont la possibilité de s'endetter d'autant plus facilement que les dirigeants des institutions financières possèdent des caractéristiques cognitives très similaires au dirigeant de la firme emprunteuse. Il existe donc une forte proximité cognitive entre le dirigeant, ses relations sociales au sein du conseil d'administration, et les dirigeants des grandes institutions financières. Ceci doit être mis en perspective avec le modèle d'Adams et Ferreira (2007). D'une certaine manière, les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration peuvent être vues comme des intermédiaires informationnels informels. En effet, d'après Adams et Ferreira (2007), un conseil d'administration amical peut paraître dans un premier temps dangereux dans la mesure où cela peut conduire à un enracinement du dirigeant du fait de la diminution de la pression disciplinaire sur les épaules de ce dernier. Cependant, le modèle des auteurs prédit qu'il existe une situation d'équilibre pour laquelle un conseil d'administration amical est optimal pour les actionnaires et les financeurs en général dans la mesure où le dirigeant se sent en confiance. Ainsi, le dirigeant peut divulguer plus aisément des informations à ses relations sociales sans avoir à craindre une sanction disciplinaire. Ce processus de divulgation d'information est facilité car des similitudes culturelles et cognitives existeront entre les membres du conseil d'administration et le dirigeant. En France, ces similitudes entre le dirigeant et ses relations sociales sont d'autant plus importantes que ces derniers ont suivi des formations similaires et ont eu des expériences professionnelles comparables. En divulguant ses informations à ses relations sociales, le dirigeant a non seulement la possibilité de bénéficier d'un accompagnement stratégique de meilleure qualité, mais cela permet également aux créanciers d'avoir des informations plus précises et de meilleure qualité. Cette information a tout de même une valeur contractuelle inférieure à celle divulguée par les comptes de la firme.

On rappelle également qu'en France les relations entre le monde de l'entreprise et le monde politique sont très fortes. C'est pourquoi nous pouvons également nous référer à des travaux traitant de l'influence des relations politiques sur la politique de financement de la firme. Cette question a été abordée par Claessens, Feijen, et Laeven (2008). Dans le cas du Brésil, les firmes ayant soutenu les efforts de campagne d'un homme politique avant son élection accroissent fortement leur levier financier une fois l'homme politique élu. Cela laisse à penser que le politicien ainsi soutenu se permet d'aider en retour la firme qui l'a soutenu en lui permettant d'accéder plus facilement à la dette. Ce dernier aide la firme en facilitant le transfert d'informations entre la banque et la firme. On met ainsi en évidence le fait que les

firmes et les hommes politiques trouvent un intérêt réciproque à s'entraider. Le dirigeant est aidé dans la mise en place de ses projets d'investissements et peut ainsi investir son capital humain au sein de la firme. Pour sa part, l'homme politique est aidé dans son ascension des marches du pouvoir et peut ainsi consolider ses appuis au sein du monde politique. Ensuite, Boubakri, Cosset, et Saffar (2008) étudient la structure de financement des firmes nouvellement privatisées disposant de relations politiques au sein de leur conseil d'administration. Les auteurs constatent notamment que les firmes disposant de relations politiques au sein du conseil d'administration sont davantage endettées que celles ne disposant pas de telles relations. Le cas de la France est cité dans la mesure où même si l'Etat a mené plusieurs campagnes de privatisations, il a tout de même nommé à la tête de ces firmes des dirigeants ainsi que des administrateurs issus de la haute fonction publique afin de pouvoir conserver le contrôle de ces firmes dans les faits. En outre, le contrôle de l'Etat français renforce le « noyau dur » constitué par la haute fonction publique, l'industrie, et la finance, qui donne la possibilité à chacune des parties prenantes de ce noyau dur de jouer le rôle d'intermédiaire informationnel avec les institutions financières pour faciliter l'accès de l'une d'entre elles à l'endettement. Cet endettement permet ainsi de servir les intérêts communs de tous les membres du noyau dur dans la mesure où cela évite les prises de contrôle par des actionnaires externes et inamicaux aux intérêts divergents de ceux des membres du noyau dur qui demanderaient davantage de transparence au dirigeant membre du noyau dur. L'endettement est ainsi le moyen de préserver une telle opacité et ainsi empêcher que des informations stratégiques pour la réussite des différents objectifs des membres du noyau dur ne tombent dans le domaine public. De même, Boubakri, Cosset et Saffar (2012) étudient entre autres l'évolution des décisions de financement des firmes lorsque ces dernières acquièrent des relations politiques. Leur travail se base sur un échantillon de 234 firmes entre 1989 et 2003 disposant de relations politiques et implantées dans plusieurs pays dont le niveau de développement est variable. Il y a plus précisément 12 pays développés et 11 pays en développement. Les auteurs observent que l'acquisition d'une relation politique va de pair avec un accroissement significatif du levier financier. Cette relation est d'autant plus prononcée que la firme est proche du pouvoir politique.

Nous devons dire que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration entraîne chez le dirigeant l'apparition de biais comportementaux, et notamment le biais d'excès de confiance. C'est pourquoi on peut également évoquer quelques travaux de recherche basés sur la finance comportementale. On peut tout d'abord citer les

travaux théoriques de Hackbarth (2008) qui analysent grâce à un modèle les choix de financement des projets de la firme par le dirigeant en tenant compte des traits de caractère du dirigeant. Le modèle prédit que les dirigeants les plus optimistes et sûrs d'eux financeront les projets de la firme grâce à de la dette. On peut ainsi supposer que les dirigeants des firmes françaises disposant de relations sociales au sein du conseil d'administration feront preuve de plus d'optimisme que les autres dirigeants dans la mesure où ces derniers auront confiance dans la fiabilité de leur capital social qui saura faire le nécessaire si la firme doit faire face à des contraintes financières. De surcroît, si dans le pire des cas le dirigeant venait à être limogé par le conseil d'administration, ses relations se chargeraient de lui trouver un poste de prestige similaire à celui que le dirigeant a perdu tout en faisant en sorte de préserver sa réputation. Cela permet donc au dirigeant de rester optimiste. D'autres travaux de nature empirique suggèrent que les préférences des dirigeants vis-à-vis d'une source de financement seraient déterminées par les expériences passées des dirigeants et les contraintes auxquelles ils ont dû faire face durant ces moments. Tout d'abord nous devons mentionner les travaux de Malmendier, Tate, et Yan (2011) qui étudient l'influence des expériences de jeunesse des dirigeants sur leurs choix de financement des projets de la firme. On peut constater entre autres que les dirigeants ayant connu dans leur jeunesse la Grande Dépression font preuve d'une grande aversion vis-à-vis de la dette. Cela est très intéressant pour notre travail dans la mesure où tous les dirigeants des entreprises françaises actuelles en général et plus particulièrement celles de notre échantillon ont grandi et se sont formés au cours de la période de grande prospérité qu'a été les Trente Glorieuses. La prospérité de cette période a été entretenue de façon plus ou moins illusoire grâce à du crédit à bas coût du fait de la croyance en un retour de la prospérité après les chocs pétroliers. Ainsi, les dirigeants ont appris grâce à leurs aînés à faire croître une firme grâce à de la dette. Une telle façon de procéder peut être également partagée par les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration qui l'encouragent à financer l'entreprise de cette façon, d'autant plus que cela sert les intérêts des membres du noyau dur officiant au sein des institutions financières. Un autre article de Cronqvist, Makhija, et Yonker (2012) se base sur la théorie de la continuité comportementale. Une telle théorie affirme que les dirigeants se comporteront de façon similaire dans le cadre de leur vie personnelle et dans le cadre de leur vie professionnelle. Les auteurs étudient de quelle façon les choix de financement de projets personnels influencent les choix de financement des projets de la firme qu'ils dirigent. Les auteurs constatent que les dirigeants les plus endettés sur le plan personnel sont ceux qui privilégient l'endettement pour financer les projets de leur firme. Nous pouvons penser que cette continuité comportementale est

encore plus forte dans le cas des dirigeants français dans la mesure où l'on sait que beaucoup d'entre eux sont passés par la haute fonction publique, or on sait qu'il existe une culture du financement par la dette au sein de la fonction publique. Une telle vision des choses persiste dans la mesure où les hauts fonctionnaires d'Etat ne peuvent pas véritablement être limogés en cas de faillite comme cela se fait pour tout dirigeant d'entreprise. En effet, l'Etat possède une réputation d'emprunteur sans risque. Une telle vision des choses persiste dans l'esprit du dirigeant et il se sent à l'abri de sanctions disciplinaires, d'autant plus que ses relations le protègent et lui permettent de retrouver un poste de prestige similaire en cas de limogeage. Les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration servent ainsi d'appui moral et incitent le dirigeant à persévérer dans la voie de l'endettement dans la mesure où ils partagent les mêmes caractéristiques comportementales. Le dirigeant et ses relations sont en effet issus de formations similaires et ont un parcours professionnel similaire. De plus, cela permet au dirigeant ainsi qu'à ses relations d'envoyer un signal positif sur les perspectives de croissance de la firme. De cette façon, la réputation du dirigeant ainsi que celle de ses relations sociales au sein du conseil d'administration est entretenue. Le fait de s'endetter rend donc service tant au dirigeant qu'à ses relations. Pour conclure cette partie, nous émettons l'hypothèse que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduira la firme à accroître son levier financier.

b) Méthodologie de recherche

(1) Modèle de régression

Nous pouvons écrire de la façon suivante le modèle que nous testons :

$$LEVERAGE_{i,t} = a_0 + a_{i,t}SCH_TIES_{i,t} + Controles_{i,t}$$

La variable dépendante du modèle est le levier financier. Nous avons choisi de calculer ce dernier comme le rapport entre les fonds empruntés, c'est-à-dire la valeur comptable des dettes totales, et les capitaux propres, plus précisément la valeur comptable des fonds propres. Nous avons choisi d'utiliser cette mesure dans la mesure où elle permet de mieux illustrer l'arbitrage qui existe dans le choix d'une structure de financement entre la dette et les capitaux propres. Cela n'est pas le cas lorsque l'on mesure le levier financier comme le ratio des dettes totales sur l'actif total de la firme. En effet, on mesure alors un simple taux

d'endettement en cherchant à voir comment l'importance des dettes est compensée par le total des actifs, quelle que soit leur nature. Par souci de robustesse, nous calculons une seconde mesure du levier. Il s'agit de la valeur comptable totale des dettes divisée par la somme de la valeur comptable et de la valeur de marché des fonds propres.

Les variables de contrôle que nous employons concernent la gouvernance de la firme ainsi que les caractéristiques financières de cette dernière. Les variables de contrôle qui concernent la gouvernance comprennent la taille et l'indépendance juridique du conseil d'administration ainsi que sa structure, qu'elle soit duale ou moniste. En ce qui concerne la taille du conseil d'administration, nous avons pu voir précédemment dans notre revue de la littérature qu'il s'agissait d'un paramètre fondamental de la qualité de la gouvernance de la firme. Il est difficile pour le dirigeant de faire accepter des mesures servant ses intérêts au détriment de ceux des actionnaires lorsque le conseil d'administration est de taille importante, d'autant plus que le poids politique de ses relations est réduit. D'après les résultats de Jiraporn et Gleason (2007), le levier financier des firmes est plus important lorsque la gouvernance est de moins bonne qualité et les droits des actionnaires moins bien défendus. Ceci est conforme à la théorie de l'agence. Ainsi, on peut s'attendre à ce que le levier financier diminue lorsque la taille du conseil d'administration augmente. En ce qui concerne l'indépendance juridique du conseil d'administration, la gouvernance est perçue comme étant de bonne qualité lorsque la part d'administrateurs indépendants sur le plan juridique est importante. Néanmoins, certains administrateurs qualifiés d'indépendants du point de vue juridique ne le sont pas en réalité du fait des liens informels qui existent entre eux et le dirigeant. Il est donc difficile de prédire avec exactitude de quelle façon le levier financier évolue en fonction de la part d'administrateurs considérés comme indépendants par les textes juridiques et les règlements. Néanmoins, nous suivons Wen, Rwegasira, et Bilderbeek (2002) ainsi que Alves, Couto, et Francisco (2014) qui ont montré que le levier financier diminue en fonction du niveau d'indépendance juridique des administrateurs. Nous prédisons donc que le levier financier diminue lorsque le niveau d'indépendance juridique du conseil d'administration s'accroît. Enfin, la gouvernance de la firme est perçue comme étant de meilleure qualité lorsque le dirigeant ne siège pas au conseil d'administration, c'est-à-dire lorsque le conseil est de forme duale avec un directoire et un conseil de surveillance. En effet, les administrateurs ne peuvent pas être influencés par le dirigeant car il ne siège pas au sein de l'organe de surveillance et sont davantage en mesure de défendre les intérêts des actionnaires. Par conséquent, on peut

s'attendre à ce que le levier financier soit moins important lorsque le conseil d'administration est de forme duale.

Les variables de contrôle qui concernent les caractéristiques financières de la firme sont la taille, la performance financière, les opportunités de croissance, et enfin le niveau de tangibilité des actifs de la firme. La taille de la firme nous donne une idée de l'importance des contraintes financières auxquelles la firme doit faire face. On mesure la taille comme le logarithme népérien de la capitalisation boursière. Une firme de taille importante fait face à moins de contraintes financières et peut davantage avoir recours à l'effet de levier si elle désire financer des projets de grande envergure lui permettant d'accroître davantage ses performances et ainsi avoir accès à davantage d'opportunités de croissance. Les firmes de grande taille peuvent par conséquent s'endetter beaucoup plus facilement. On prédit donc que le levier financier est croissant en fonction de la taille de la firme. En ce qui concerne la performance de la firme, on mesure cette dernière comme le ratio du résultat d'exploitation sur l'actif total de la firme. L'accroissement de cette dernière va de pair avec un accroissement de la valeur créée par la firme, et la firme peut en retenir une partie dans le but de financer ses projets futurs. Elle peut ainsi se dispenser d'emprunter auprès de créanciers. Par conséquent, cela diminue son levier financier. On prédit donc que le levier financier diminue lorsque les performances de la firme augmentent. En ce qui concerne les opportunités de croissance de la firme, on mesure ces dernières à l'aide du ratio market-to-book. On le calcule comme la somme de la capitalisation boursière plus la valeur comptable des dettes moins la valeur comptable des capitaux propres, le tout divisé par l'actif total de la firme. Le fait de disposer d'importantes opportunités de croissance accroît l'incertitude dont la firme fait l'objet. Il est en effet difficile de savoir si les projets dans lesquels la firme souhaite investir sont véritablement créateurs de valeur. Les créanciers sont par conséquent beaucoup plus regardants avant d'avancer des fonds à la firme pour financer ses projets, et de ce fait cela diminue le levier financier. On prédit donc que le levier financier est décroissant en fonction des opportunités de croissance dont la firme dispose. Enfin, en ce qui concerne la tangibilité des actifs de la firme, l'importance de ces derniers permet à la firme de s'en servir comme collatéraux lorsqu'elle veut emprunter. De surcroît, il est plus facile pour les créanciers d'étudier l'usage qu'en fait la firme lorsqu'elle emprunte. Il est donc plus aisé pour une firme disposant de davantage d'actifs tangibles d'emprunter. On peut donc prédire un accroissement du levier financier en fonction du niveau de tangibilité des actifs.

Nous souhaitons vérifier si le fait d'inclure dans notre modèle des variables caractérisant la marge de manœuvre du dirigeant change nos résultats. Nous regardons si les résultats restent identiques en tenant compte du fait que le dirigeant préside ou non le conseil d'administration, du statut de fondateur du dirigeant, ainsi que du temps passé en fonction par le dirigeant. Ces variables caractérisent la marge de manœuvre du dirigeant vis-à-vis des actionnaires. Si l'inclusion de ces variables change nos résultats, alors la théorie de l'agence s'appliquera. Nous incluons ces variables dans le modèle que nous testons dans cette partie. En ce qui concerne le pouvoir hiérarchique du dirigeant au sein du conseil d'administration, on peut s'attendre à ce que le dirigeant profite de sa position hiérarchique au sein du conseil d'administration pour obtenir davantage de ressources financières à un coût moindre. Sa marge de manœuvre lui permet d'obtenir ces ressources et les relations sociales du dirigeant font en sorte de faire accepter cette décision aux autres administrateurs sous peine de perdre le bénéfice de leur relation avec le dirigeant. On prédit donc que le levier financier sera plus important pour les firmes dont le dirigeant préside le conseil d'administration. En ce qui concerne le statut d'entrepreneur du dirigeant, on peut s'attendre à ce que le dirigeant rencontre des difficultés pour s'endetter dans la mesure où il doit avant toute chose apporter la preuve de la qualité de ses projets. En effet, les créanciers font face à un aléa moral important du fait de leurs difficultés à obtenir des informations concernant les projets du dirigeant du fait de leur spécificité importante. Par conséquent on peut s'attendre à un endettement moindre pour les firmes dont le dirigeant est fondateur. On prédit donc que le levier financier sera moins important pour les firmes dont le dirigeant est le fondateur. Enfin, en ce qui concerne le temps passé en fonction par le dirigeant, on peut s'attendre à ce qu'il soit plus aisé de s'endetter pour un dirigeant étant resté longtemps en fonction dans la mesure où les créanciers possèdent davantage d'informations sur ce dernier et ses pratiques de gestion. Ainsi l'aléa moral est moindre pour les créanciers qui pourront prêter des fonds en étant davantage rassurés par le savoir-faire du dirigeant en matière de gestion. On peut par conséquent prédire un accroissement du levier financier en fonction du temps passé en fonction par le dirigeant.

(2) Statistiques descriptives

Le tableau 6 présente les statistiques descriptives de notre échantillon. La variable notée FE_FP est le levier financier calculé comme le ratio de la valeur comptable des fonds empruntés sur la valeur comptable des fonds propres. La variable Debtmktasset est notre seconde mesure du levier financier calculé comme la valeur comptable de la dette divisée par

la somme de la valeur comptable des fonds propres et de la capitalisation boursière. *Sch_ties* est le poids politique des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration calculé comme le nombre d'administrateurs diplômés des mêmes grandes écoles que le dirigeant divisé par le nombre total d'administrateurs présents au sein du conseil d'administration. *Exp_fct* est le temps passé en fonction par le dirigeant que l'on mesure en années. *CEO_Chairm* est une variable binaire égale à 1 si le dirigeant préside le conseil d'administration et 0 sinon. *CEO_Found* est une variable binaire égale à 1 lorsque le dirigeant est également fondateur de la firme et 0 sinon. *Two_tier_b* est une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'organe de surveillance est de forme duale, avec un conseil d'administration et un conseil de surveillance. La variable *Board_size* mesure la taille du conseil d'administration. Elle est calculée comme le logarithme népérien du nombre d'administrateurs au sein du conseil d'administration ou de surveillance. *Board_inde* est la part des administrateurs reconnus comme indépendants d'après les textes de loi. Cette variable est calculée comme le rapport du nombre d'administrateurs indépendants au sens juridique sur le nombre total d'administrateurs. La variable *Size* mesure la taille de l'entreprise. Elle est calculée comme le logarithme népérien de la capitalisation boursière. La variable *MtB* est le ratio market-to-book. Il est calculé comme le ratio de la capitalisation boursière moins la valeur comptable des fonds propres plus la valeur comptable de la dette, le tout divisé par la valeur comptable des actifs. La variable *ROA* mesure la performance comptable de la firme. Elle est calculée comme le ratio du résultat d'exploitation sur la valeur comptable de l'actif. La variable *Tangibility* mesure la tangibilité des actifs de la firme. Il s'agit du ratio des actifs tangibles (Property, Plants, and Equipements) sur l'actif total.

Tableau 6 Statistiques descriptives concernant la relation entre part des relations sociales au sein du conseil d'administration et niveau d'endettement

Variable	Moyenne	Écart-type	Minimum	25e centile	Médiane	75e centile	Maximum
FE_FP	0,896	0,924	0,000	0,373	0,671	1,097	6,852
Debtmktasset	0,019	0,011	0,000	0,010	0,019	0,029	0,039
Sch_Ties	0,107	0,130	0,000	0,000	0,056	0,214	0,571
Exp_Fct	8,332	9,494	0,000	2,000	5,000	11,000	47,000
CEO_Chairm	0,489	0,501	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000
CEO_found	0,122	0,328	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000
Two_tier_b	0,261	0,440	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000
Board_size	2,452	0,315	1,386	2,303	2,485	2,639	3,045
Board_inde	0,505	0,197	0,095	0,375	0,500	0,636	1,000
Size	22,655	1,376	18,368	21,496	22,664	23,840	25,783
MtB	1,400	0,623	0,683	1,025	1,195	1,533	5,082
ROA	0,040	0,054	-0,198	0,016	0,038	0,060	0,456
Tangibility	0,235	0,198	0,009	0,078	0,180	0,350	0,964

c) Présentation et discussion des résultats

(1) Présentation des résultats

Le tableau 7 présente nos résultats. Par souci de brièveté, nous avons choisi de présenter les résultats uniquement lorsque les variables relatives aux caractéristiques du dirigeant sont présentes. Lorsque ces caractéristiques ne sont pas présentes, le t de Student de la variable d'intérêt est simplement plus fort.

Nous pouvons constater que le coefficient de notre variable est systématiquement positif et statistiquement significatif. Lorsque l'on considère la variable dépendante FE_FP, le coefficient de la variable d'intérêt Sch_ties est positif d'une valeur de 0,904 avec un indicateur t de Student égal à 2,49 tandis que le coefficient de la variable d'intérêt Sch_ties_d est de 0,482 pour un t de Student égal à 4,47. Lorsque l'on considère la variable dépendante Debtmktasset, le coefficient de la variable d'intérêt Sch_ties est positif d'une valeur de 0,332 avec un indicateur t de Student égal à 1,87 tandis que le coefficient de la variable d'intérêt Sch_ties_d est de 0,123 pour un indicateur t de Student égal à 2,53. De tels résultats suggèrent

que la firme accroît son levier financier lorsque des relations sociales du dirigeant sont présentes au sein du conseil d'administration. Ceci confirme donc notre hypothèse de départ et suggère que le levier financier agit comme un substitut au versement de dividendes pour discipliner le dirigeant lorsque le conseil d'administration est plus souple sur le plan disciplinaire.

Tableau 7 : L'influence des relations sociales du dirigeant sur l'arbitrage entre dette et capitaux propres

	FE_FP	FE_FP	Debtmktasset	Debtmktasset
Intercept	-2,575	-4,406	-2,203	-0,907
	-2,930	-4,300	-4,870	-1,930
Sch_ties_dum		0,482***		0,123**
		4,470		2,530
Sch_Ties	0,904**		0,332*	
	2,490		1,870	
CEO_Chairm	0,092	0,092	0,072	-0,009
	0,760	0,680	1,220	-0,180
CEO_found	-0,425**	-0,509***	-0,132*	-0,179**
	-2,570	-2,790	-1,640	-2,040
Exp_Fct	0,008	0,012*	0,003	0,003
	1,360	1,780	1,010	1,130
Two_tier_b	0,100	0,172	0,105*	-1,347**
	0,750	1,190	1,640	-2,100
Board_size	-1,127***	-0,129***	-0,045***	-1,379**
	-5,930	-6,490	-5,190	-2,460
Board_inde	-1,182***	-1,410***	-0,560***	-0,249*
	-4,490	-4,860	-4,350	-1,880
Size	0,301***	-0,135*	-0,129***	-0,117***
	6,780	-1,890	-4,070	-3,580
MtB2	-0,123	0,325***	0,154***	0,071***
	-1,420	6,590	7,040	3,840
ROA	-2,716***	-2,844***	-1,283***	0,174
	-2,930	-3,780	-3,850	1,480
Asset_tangibility	0,227	0,321	0,235**	-1,245***
	0,970	1,250	2,060	-3,640
Observations	360	360	360	360
effets fixes	oui	oui	oui	oui
R carré	0,235	0,258	0,279	0,235
Valeur F	6,880	7,920	8,820	6,990

(2) Discussion des résultats

Nous montrons dans cette partie de notre thèse que le levier financier s'accroît en fonction du poids politique des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. De tels résultats sont conformes à la littérature relative à la théorie de la dépendance aux ressources. Ils suggèrent que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration permet à la firme de s'endetter davantage. Cela s'explique par le fait que ces relations sociales permettent au dirigeant d'accéder plus aisément au marché de la dette du fait de leur rôle d'intermédiaire informationnel informel. Ce rôle d'intermédiaire informationnel informel est d'autant plus fort en France que l'on sait qu'il existe des liens très forts entre les états-majors des grandes entreprises et des banques. Ainsi, le rôle d'intermédiaire informationnel joué par les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration permet de rassurer l'institution financière auprès de laquelle la firme emprunte. En effet, il est fortement probable que le suivi informationnel de l'endettement effectué par les relations sociales du dirigeant soit de bonne qualité du fait de la confiance existant entre le dirigeant et ses relations sociales. Cette confiance permet au dirigeant de communiquer ses informations aux administrateurs en général et à ses relations sociales en particulier avec un risque atténué d'une éventuelle sanction. Ainsi, ces échanges d'information facilitent non seulement le suivi des contrats de dette mais également l'accompagnement stratégique du dirigeant, ce qui lui permet de créer davantage de valeur. Cette valeur ainsi créée ainsi que le suivi de qualité des contrats de dette permet de rassurer les créanciers soucieux de se voir remboursés. En outre, la pression disciplinaire sur les épaules du dirigeant est d'autant plus forte qu'il doit faire en sorte de rembourser ses amis sous peine de perdre le bénéfice de ses relations sociales et de voir à son tour son capital social très fortement diminuer. De même, en remboursant les dettes de la firme contractées auprès de ses relations sociales, le dirigeant valorise également le capital humain et l'action d'accompagnement stratégique de ses relations sociales, ce qui leur permet ainsi de bénéficier d'une meilleure réputation au sein de la sphère des administrateurs d'entreprise.

Nos résultats sont également conformes à la littérature sociologique qui traite de l'influence du capital social sur l'accès aux ressources financières (Uzzi, 1999). Les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration peuvent être également perçues comme des intermédiaires informationnels informels. En effet, comme nous l'avons vu avec le modèle d'Adams et Ferreira (2007), un conseil d'administration à l'écoute du dirigeant et offrant un

accompagnement stratégique de qualité à ce dernier est dans l'intérêt des actionnaires, mais aussi et surtout des créanciers. Ces derniers sont encore plus sensibles au suivi informationnel de qualité du fait de la nécessité pour la firme et son dirigeant de rembourser les dettes. Le respect, et par conséquent la confiance mutuels qui existent entre le dirigeant, ses relations, et les relations de ses relations permettent une meilleure communication de l'information entre tous les membres de cette chaîne. Ainsi, le suivi informationnel des contrats de dette est meilleur. Un suivi informationnel de qualité et par conséquent une divulgation d'information rigoureuse aux administrateurs est également dans l'intérêt du dirigeant. Cela évite à la firme de devoir faire face à des difficultés financières qui peuvent occasionner une atrophie de la fonction d'accompagnement stratégique. En effet, comme Adams, Ferreira, et Mariano (2014) le prédisent puis le montrent, la composition du conseil d'administration devient de moins en moins favorable au dirigeant à mesure que la situation financière de la firme se détériore et que des clauses contractuelles des contrats de dette sont violées. Ainsi, la détérioration de la situation financière de la firme s'accompagne d'un transfert du contrôle du dirigeant et ses relations sociales vers les créanciers. Cela occasionne par conséquent un accroissement des coûts de faillite pour la firme et le dirigeant dans la mesure où il ne peut plus véritablement bénéficier de l'accompagnement stratégique pourvu d'ordinaire par ses relations sociales.

Enfin, le fait de s'endetter permet au dirigeant de conserver le bénéfice de ses relations sans pour autant avoir la nécessité de divulguer au public des informations importantes pour lui et ses relations. Cette conservation de l'opacité entourant le dirigeant et ses relations est d'autant plus importante qu'elle permettra à ce dernier comme à ses relations d'avoir la possibilité de concrétiser par la suite leurs ambitions, aussi bien sur le plan professionnel que politique. La divulgation de certaines informations au grand jour peut révéler les intentions des membres de la partie du noyau dur à laquelle appartient le dirigeant à une autre partie du noyau dur potentiellement concurrente. En effet, on sait d'après les travaux de Kadushin (1995) que le noyau dur qui regroupe toutes les personnalités du monde de la politique, de la haute fonction publique, de l'industrie et services, et de la finance est constitué de plusieurs groupes en situation à la fois de coopération et de compétition. Par conséquent, il est important de ne pas faire connaître ses faiblesses à de faux amis qui seraient tentés de profiter de ces faiblesses. De même, l'endettement est un moyen pour le dirigeant et ses relations sociales de se protéger d'une éventuelle prise de contrôle par une faction concurrente du noyau dur à la faveur d'une opération de rachat par un actionnaire avec lequel cette faction concurrente travaille et est en sympathie.

d) Robustesse des résultats

(1) Nos résultats sont-ils causés par un biais d'endogénéité ?

Nous pensons qu'il peut y avoir des problèmes d'endogénéité dans notre test. En effet, il est possible qu'il existe une relation de causalité inverse entre la part de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et le niveau d'endettement de la firme, à savoir que si le niveau d'endettement de la firme est trop fort, les relations sociales du dirigeant préféreront ne pas entrer au conseil d'administration de la firme afin d'éviter la mise en cause dans une faillite potentielle. De même, il se peut que la relation entre l'importance des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et le niveau d'endettement de la firme soit influencée par un paramètre non observable dont on n'a pas tenu compte dans le modèle de régression précédent. Dans le cas présent, les caractéristiques concernent avant tout le dirigeant et son parcours. Une telle caractéristique dont on n'a pas tenu compte précédemment peut influencer l'importance des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. Pour pallier à ce problème d'endogénéité, nous avons eu recours à la technique des variables instrumentales. Le tableau 8 présente nos résultats. Nous pouvons tout d'abord constater que nos instruments sont de qualité dans la mesure où les indicateurs R carré sont tous au-dessus de 10% et les coefficients t de Student à chaque fois supérieurs à 6. Nous pouvons également constater que le coefficient de la variable Sch_ties reste assez fortement significatif avec un indicateur t de Student égal à 2,39 lorsque la variable binaire Gd_Corps est choisie comme instrument. De même, lorsque la moyenne sectorielle des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration est choisie comme instrument, l'indicateur t de Student est égal à 2,13. Cela montre donc que nos résultats ne sont pas causés par un biais d'endogénéité, et confirme par conséquent la robustesse de ces derniers.

Tableau 8 : Approche par les variables instrumentales de la relation entre relations sociales et levier financier

	sch_ties	FE_FP	sch_ties	FE_FP
Intercept	0,232	89,141	5,887	77,742
	1,830	1,260	0,670	1,080
Gd_Corps	0,102***			
	6,470			
Sch_ties_ind_av			0,997***	
			8,220	
Sch_ties		0,957**		0,857**
		2,390		2,130
Two_tier_b	-0,052***	0,079	-0,057***	0,010
	-3,350	0,640	-3,810	0,080
Board_size	-0,001	-0,118***	0,001	-0,120***
	-0,420	-5,880	0,410	-5,940
Board_inde	0,133***	-1,333***	0,118***	-1,192***
	3,580	-4,510	3,300	-4,040
growth	-0,018**	-0,152**	-0,006	-0,216***
	-2,030	-2,110	-0,710	-3,080
size	-0,007	0,348***	0,005	0,325***
	-1,180	7,290	0,800	6,800
profitability	0,153	-2,479***	-0,001	-0,171
	1,620	-3,320	-0,050	-1,450
Asset_tangibility	-0,020	0,350	-0,007	0,242
	-0,610	1,350	-0,230	0,930
Observations	358	358	361	361
effets fixes	oui	oui	oui	oui
R carré ajusté	0,164	0,186	0,209	0,162
Valeur F	9,740	10,050	11,520	8,740

(2) L'inclusion d'une variable de contrôle relative à la propriété dans le modèle de base

Nous souhaitons tester dans cette partie la robustesse de notre modèle de base. Plus précisément, nous souhaiterions savoir si l'inclusion dans notre modèle de base d'une variable relative à la structure de propriété de la firme change nos résultats. Une telle question peut se justifier dans la mesure où l'on sait que la structure de propriété de la firme est un déterminant important de la structure du capital. Tout d'abord, Brailsford, Oliver, et Pua (2002) montrent en se basant sur la théorie de l'agence que la concentration du capital va de pair avec un accroissement du niveau d'endettement de la firme. Par la suite, d'autres travaux de King et Santor (2008) sont venus confirmer l'importance de la structure de propriété sur la structure du capital de la firme. Plus précisément, les auteurs se sont intéressés au caractère familial de l'actionnariat et ont mis en évidence le fait que les firmes familiales possédaient un levier financier plus important que les firmes à actionnariat dispersé. Nous pouvons donc supposer que le levier est plus important pour les firmes dont la structure de propriété est concentrée. Pour vérifier cette hypothèse nous avons inclus dans notre modèle de base une variable mesurant la concentration du capital de la firme. La variable utilisée est la part des droits de vote détenus par le premier actionnaire de la firme. Le tableau 9 présente nos résultats. Nous pouvons constater que le coefficient de notre variable d'intérêt reste significatif au seuil de 5%, ce qui confirme la robustesse de notre résultat initial. De surcroît, nous pouvons constater que le coefficient de la variable `Vote_1` mesurant la concentration du capital est positif et statistiquement significatif au seuil de 5%. Ce résultat indique que la présence d'un gros actionnaire contrôlant la firme conduit cette dernière à accroître son levier pour discipliner le dirigeant de la firme et faire en sorte que ce dernier ne puisse pas gaspiller les cash-flow de la firme du fait de la nécessité de rembourser les intérêts de la dette (Jensen, 1986). Cela est également conforme aux travaux précédents traitant de ce thème.

Tableau 9 : Inclusion d'une variable de contrôle relative à la structure de propriété dans la relation entre la part des relations sociales du dirigeant et le levier financier

FE_FP	Estimation
Intercept	-4,681 -4,790
Sch_ties	0,881** 2,190
Vote_1	0,472** 2,010
Two_tier_b	-0,016 -0,130
Board_size	-0,120*** -5,950
Board_inde	-0,893** -2,710
growth	-0,234*** -3,240
size	0,329*** 6,900
profitability	-0,160 -1,350
Asset_tangibility	0,177 0,680
Observations	360
effets fixes	oui
R carré	0,194
Valeur F	6,4

Conclusion

Cet article avait pour but de s'interroger sur l'influence des relations sociales du dirigeant et de leur poids politique au sein du conseil d'administration sur le choix d'une structure de financement dans le cas français. Nous avons basé nos travaux sur la théorie de la dépendance aux ressources. D'après cette dernière, la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration permet de faciliter les échanges informationnels entre le dirigeant et les administrateurs du fait de la confiance existant entre ces derniers. Ainsi, un conseil d'administration amical vis-à-vis du dirigeant permet un meilleur suivi informationnel des contrats de dette grâce à des échanges d'informations plus importants. De ce fait, les créanciers, rassurés par cette configuration sociale, prêtent avec plus de confiance à la firme. Cette confiance ne doit pas être trahie sous peine de perdre le bénéfice d'un capital social pouvant s'avérer très utile. En outre, on sait également que le noyau dur est composé de plusieurs factions en concurrence plus ou moins forte pour le contrôle des firmes, et c'est pourquoi l'endettement peut également être vu comme un moyen pour se protéger d'une éventuelle expropriation par une faction concurrente à la faveur d'une opération de rachat par un actionnaire avec lequel cette faction concurrente est en sympathie.

Ces explications théoriques sont renforcées par le fait qu'il existe en France des relations très fortes entre le monde de la finance et les états-majors des grandes entreprises françaises ainsi que la haute fonction publique et le monde politique. On appelle cet ensemble en sociologie le noyau dur ou Inner Circle. Une telle structure sociale peut s'expliquer par le fait que l'Etat a toujours occupé une place majeure dans l'économie française. En outre, l'Etat a formé ses hauts fonctionnaires au sein des grandes écoles telles que l'ENA ou Polytechnique, institutions qui donnent la possibilité à leurs diplômés de se tourner vers une carrière dans le secteur privé, à savoir dans l'industrie et les services ou la finance au sein de grandes institutions financières. Les passerelles qui existent entre ces univers sont nombreuses, et l'information circule très rapidement au sein de ce réseau. L'information qui circule au sein de ce dernier est privée et il ne faut surtout pas qu'elle soit révélée au grand public. Il est également préférable pour le dirigeant comme pour ses relations de s'endetter auprès d'une institution financière suffisamment amicale et accordant un contrat de dette à un coût moindre. Le processus contractuel ainsi que le suivi des contrats de dette est facilité non seulement par la meilleure circulation de l'information entre le dirigeant et ses relations

sociales, mais également par la confiance mutuelle que s'accordent le dirigeant et ses relations sociales.

e) **Le rôle de la structure de propriété dans la relation entre présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et choix d'une politique financière**

Nous avons vu auparavant que la présence de relations sociales du dirigeant causait une diminution du niveau de distribution des dividendes, ainsi qu'une augmentation du niveau d'endettement. Cela semble indiquer que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration permet à la firme d'accéder plus facilement à l'endettement. Un tel résultat est conforme à la théorie de la dépendance aux ressources. Une telle situation est possible grâce au capital social des relations sociales du dirigeant qui jouent le rôle d'intermédiaire informationnel informel, ce qui permet un meilleur suivi des contrats d'endettement. De ce fait, les institutions financières sont rassurées et prêtent plus facilement à la firme. En outre, le recours au levier financier est intéressant car il permet de pérenniser l'emprise de la partie du noyau dur à laquelle appartient le dirigeant sur la firme en évitant la prise de contrôle de la firme par une partie adverse. Nos résultats vont à l'encontre de tout un courant de la littérature relatif à l'influence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la gouvernance. En effet, selon ce courant, la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduit systématiquement à un enracinement du dirigeant. Nos résultats montrent que ce n'est pas le cas dans la mesure où même si le dirigeant paie moins de dividendes en présence de relations sociales au sein du conseil d'administration, la contrainte de l'endettement permet d'éviter le gaspillage des free cash-flows et contraint le dirigeant à davantage de performance.

Cependant, les politiques de dividendes et d'endettement dépendent toutes deux de la structure de propriété de la firme. Une structure de propriété concentrée a pour conséquence une représentation plus importante des actionnaires au sein du conseil d'administration et une plus forte pression disciplinaire de ces derniers sur le dirigeant. A l'inverse, une structure de propriété caractérisée par un actionnariat dispersé a pour conséquence une plus grande indépendance juridique du conseil d'administration. De ce fait, le dirigeant a une marge de manœuvre plus importante et peut nommer des relations sociales au sein du conseil d'administration. De telles relations sociales peuvent être considérées comme indépendantes

selon le code de gouvernance si elles respectent les critères d'indépendance prévus par ce code, et ainsi la firme peut respecter les critères d'indépendance définis par le code AFEP-Medef. Nous avons vu que la présence de relations sociales avait des conséquences en termes de politiques de dividendes et de financement. Néanmoins, quelle est plus précisément l'influence de la structure de propriété, et plus spécialement de la concentration du capital, sur les relations entre présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et politiques de dividendes et de financement ? Setia-Atmaja, Tanewski, et Skully (2009) tentent de répondre à cette question en se demandant comment interagissent le levier financier, la politique de dividendes, et le niveau d'indépendance du conseil d'administration pour atténuer ou au contraire accentuer les conflits d'agence entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires au sein des entreprises familiales. Les résultats indiquent que les firmes familiales disposent d'un conseil d'administration de petite taille et ont tendance à accroître aussi bien leur niveau de dividendes que leur levier financier. Ainsi, les firmes familiales utilisent soit le levier financier soit le niveau de dividendes comme substitut à l'indépendance du conseil d'administration pour empêcher l'expropriation des actionnaires minoritaires. De plus, le niveau de dividendes et le levier financier sont plus efficaces que l'indépendance pour empêcher l'expropriation des actionnaires minoritaires au sein des firmes familiales, alors que l'indépendance du conseil d'administration est plus efficace pour empêcher l'expropriation des actionnaires minoritaires au sein des firmes non-familiales. Par conséquent, on peut penser que l'indépendance du conseil d'administration, la politique de dividendes, ainsi que la politique de financement sont trois mécanismes de gouvernance complémentaires lorsque la firme est contrôlée par un actionnaire majoritaire. Cependant, ces résultats sont incomplets car ils concernent seulement l'indépendance juridique. Or on sait que l'indépendance juridique n'est qu'une indépendance de façade car le dirigeant peut aisément nommer des administrateurs avec qui il entretient des relations sociales tout en les faisant passer pour indépendants au regard des réglementations juridiques. De ce fait, on peut supposer que les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration font en sorte de neutraliser le contrôle disciplinaire du conseil d'administration, mais que cela est plus aisé lorsque la firme possède une structure de propriété atomisée. En effet, lorsque la structure de propriété de la firme est concentrée, le conseil d'administration comporte une part importante d'administrateurs représentant les actionnaires dominants (Mak et Li, 2001). De ce fait, il est beaucoup plus difficile pour le dirigeant de nommer des relations sociales au sein du conseil d'administration dans la mesure où le conseil d'administration comporte peu d'administrateurs considérés comme

indépendants au regard des textes de loi. On peut donc supposer que la concentration du capital de la firme influence les relations précédemment étudiées.

C'est pourquoi nous avons choisi de partitionner notre échantillon en deux sous-échantillons par rapport à la médiane du niveau de concentration du capital de la firme. Nous avons choisi de mesurer la concentration du capital de la firme par les droits de vote détenus par le premier actionnaire de la firme. La séparation de l'échantillon en deux sous-échantillons par la médiane se justifie par le fait que les firmes françaises sont caractérisées par une structure de propriété très concentrée. Notre échantillon comporte en effet seulement 90 observations pour lesquelles le premier actionnaire de la firme détient des droits de vote à un niveau inférieur à 10% qui est le niveau le plus souvent retenu pour distinguer les firmes au capital fortement concentré des firmes au capital faiblement concentré. Cela fait une moyenne de 18 firmes par an ce qui est insuffisant pour constituer un sous-échantillon. Nous testons donc les différents modèles de base pour chacune des relations. Le tableau 10 montre chacune des relations dans le cas d'une structure de propriété concentrée et dans le cas d'une structure de propriété dispersée. Nous pouvons voir que dans un contexte de forte concentration du capital, la relation est identique à celle trouvée précédemment. En revanche, lorsque la concentration du capital est faible, alors nous pouvons constater que le levier diminue en fonction de la part de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration alors que la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration n'a plus d'impact sur le niveau de dividendes.

Par conséquent, nous pensons au vu de nos résultats que la théorie de la dépendance aux ressources permet d'expliquer la politique financière dans un contexte de forte concentration du capital. En revanche, la théorie de l'agence explique la politique financière dans un contexte de faible concentration du capital. Plus précisément, la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration est avantageuse aussi bien pour le dirigeant lui-même que pour l'actionnaire majoritaire. Les relations dont dispose le dirigeant lui permettent d'accéder plus facilement au marché de la dette, ce qui permet à la firme d'accroître sa capacité d'investissement. La présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration rassure d'autant plus l'actionnaire majoritaire qu'elle permet une bonne gestion de l'endettement du fait de la confiance entre le dirigeant et ses relations sociales. Cette confiance permet en effet une meilleure circulation de l'information entre le dirigeant et les administrateurs. Pour accroître encore davantage la capacité d'investissement

de la firme, l'actionnaire majoritaire accepte de se priver de dividende. Cela est d'autant plus vrai que la firme fait face à de l'incertitude comme c'est le cas dans le cadre de la période de notre échantillon. Lorsque le capital de la firme est dilué, aucun actionnaire n'a de pouvoir suffisant pour influencer la mise en place d'une politique financière. De plus, ces actionnaires sont mal représentés et ne disposent pas d'un réel pouvoir de négociation au sein du conseil d'administration, alors que le dirigeant dispose pour sa part d'administrateurs lui permettant d'accroître son pouvoir de négociation. Une telle situation est d'autant plus perverse que les firmes dont le capital est dispersé doivent avoir un conseil d'administration composé d'au moins cinquante pour cent d'administrateurs indépendants au regard du code AFEP-MEDEF. Or même si ces administrateurs peuvent être considérés comme indépendants au regard des règlements, il est possible qu'ils entretiennent des relations sociales avec le dirigeant. Dans une telle situation les petits actionnaires ne disposent d'aucune représentation de leurs intérêts au conseil d'administration. Le dirigeant ainsi que ses relations sociales disposent de ce fait d'une marge de manœuvre suffisante pour mettre en place une politique financière en adéquation avec les intérêts de leur partie du noyau dur. Lorsque le capital de la firme est dilué, il est beaucoup plus simple d'éviter le recours à la dette et ainsi ne pas être soumis à un risque de sanction de la part des marchés financiers. En ce qui concerne la politique de dividendes, il est impossible pour la firme de ne pas rémunérer les petits actionnaires dans la mesure où il leur est beaucoup plus facile de vendre leurs titres pour protester contre leur non-rémunération systématique. Par conséquent, les relations sociales du dirigeant sont dans l'incapacité d'influencer la politique de dividendes lorsque le capital est dilué. Ainsi, nos résultats indiquent que l'enracinement causé par la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration dépend du niveau de concentration du capital de la firme. L'enracinement du dirigeant est permis par un actionnariat dispersé dans la mesure où aucun actionnaire dominant n'a une influence suffisamment forte pour nommer des administrateurs qui représenteront leurs intérêts de façon rigoureuse. Nous pouvons donc dire que la théorie de la dépendance aux ressources s'applique dans un contexte de forte concentration du capital, alors que la théorie de l'agence s'applique dans un contexte de capital dilué.

Tableau 10 : choix de politique financière en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration en fonction de la concentration du capital.

	faible concentration du capital			forte concentration du capital		
	FE_FP	Divtsales	Divteq	FE_FP	Divtsales	Divteq
Intercept	-2,343	-0,097	-0,199	-4,781	0,067	-0,012
	-2,57	-3,170	-5,890	-1,89	1,760	-0,290
Sch_ties	-0,700***	-0,009	-0,019	2,166***	-0,034**	-0,032**
	-3,17	-0,770	-1,410	2,92	-2,190	-2,370
CEO_Chair	0,066	0,002	0,003	0,475**	0,008	0,006
	0,76	0,330	0,730	2,13	1,710	1,570
CEO_Found	-0,405***	0,000	0,000	-0,036	0,000	0,000
	-3,36	0,280	0,300	-0,13	0,000	0,300
Exp_Fct	0,003	0,000	0,000	-0,009	0,000	0,000
	0,53	1,050	0,300	-0,88	2,050	0,300
Two_tier_b	-0,107	0,007	0,013	-0,035	-0,009	-0,013
	-1,03	1,630	2,940	-0,16	-2,120	-2,610
Board_size	-0,021	0,001	0,000	-0,167***	0,000	0,000
	-1,09	1,600	0,190	-5,22	0,200	-0,160
Board_inde	0,202	0,005	0,017	-0,612	-0,008	-0,008
	0,66	0,400	1,300	-0,98	-0,670	-0,610
Vote_1	-0,455	0,018	-0,072	-1,891	-0,015	-0,043
	-0,17	0,600	-2,240	-0,74	-1,660	-4,420
growth	-0,124	0,017	0,020	0,046	0,012	0,008
	-1,13	4,270	4,610	0,42	3,920	2,410
size	0,152***	0,003	0,009	0,309***	-0,002	0,004
	3,75	2,060	4,940	3,48	-0,900	1,920
profitability	-0,078			-10,209***		
	-1,12			-4,97		
Cash_flow		0,041	0,071		-0,121	0,016
		2,020	3,130		-2,660	0,310
Asset_tangibility	0,149	-0,002	-0,011	0,534	0,051	0,004
	0,67	-0,220	-1,100	1,27	5,080	0,340
Leverage		0,013	0,041		-0,038	-0,046
		0,900	2,540		-2,610	-2,810

Observations	178	178,000	178,000	166	178,000	178,000
effets fixes	oui	oui	oui	oui	oui	oui
R carré	0,287	0,247	0,471	0,37	0,346	0,341
Valeur F	4,35	3,820	10,350	6,52	5,710	5,580

CONCLUSION DE LA PARTIE SUR LA POLITIQUE FINANCIERE

Nous devons dire que nos résultats sont assez nouveaux, mais également très imparfaits et incitent à la poursuite de recherches futures. Nous devons avant toute chose étendre notre échantillon, aussi bien dans le temps qu'en nombre de firmes étudiées pour la France. Cela nous permettra de vérifier la robustesse de nos résultats. De même, il serait intéressant de procéder à un test similaire pour d'autres pays du monde en prenant en compte d'autres types de relations entre dirigeants et administrateurs. En effet, il est très courant pour les dirigeants de nommer leurs relations sociales au sein de leurs conseils d'administration pour bénéficier d'un meilleur accompagnement. Cependant, chaque pays est différent, tant en termes de développement des marchés financiers qu'en termes de protection des actionnaires. Il se peut donc que les conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires ne soient pas de même intensité et c'est pourquoi il serait intéressant d'étudier comment évolue la relation entre relations sociales du dirigeant et politique de dividendes. Il serait également intéressant de voir si les dirigeants possédant des relations sociales du sein du conseil d'administration procèdent davantage à une politique de lissage des dividendes. On sait en effet d'après Leary et Michaely (2011) que les firmes les plus exposées aux conflits d'agence, sans contraintes financières, et bien connues des investisseurs, lissent dans une moindre mesure leurs dividendes. Or nous avons vu dans nos travaux que la structure de propriété était un déterminant essentiel de l'influence des relations sociales du dirigeant sur les conflits d'agence. C'est pourquoi l'étude de l'influence des relations sociales du dirigeant sur la politique de lissage des dividendes à l'aune de la structure de propriété de la firme pourrait se révéler instructive.

Nos résultats sont nouveaux et permettent une compréhension plus fine des mécanismes de gouvernance. Cependant, nos travaux demeurent très imparfaits, et offrent par conséquent d'importantes opportunités de recherche futures. Il nous faudra tout d'abord étendre notre échantillon, aussi bien dans le temps qu'à d'autres pays. Le fait d'étudier ce qui se produit dans d'autres contextes, tant sociaux que juridiques, nous permettra ainsi d'en savoir

davantage sur l'influence des relations entre dirigeants et administrateurs sur la politique de financement de la firme. De plus, nous devrions explorer de façon plus détaillée l'influence des relations entretenues entre le dirigeant et les administrateurs sur le processus contractuel au sein de la firme. L'étude de l'influence du capital social du dirigeant au sein du conseil d'administration sur les clauses contractuelles des contrats de dette, ainsi que les répercussions de ces dernières sur la gouvernance de la firme, pourrait s'avérer passionnante. Une tentative a d'ores et déjà été faite par Ferreira, Ferreira et Mariano (2014). Il serait ainsi instructif d'établir un modèle du processus de contractualisation financière en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. Nous pensons qu'il faut également en savoir plus sur l'influence qu'exerce la structure de propriété et la nature des actionnaires non seulement sur les décisions de financement, mais également sur les conséquences de ces choix de financement pour la firme et la valeur qu'elle crée. Notre travail est ainsi une première étape vers une meilleure compréhension des dynamiques sociales à l'œuvre au sein du conseil d'administration et des conséquences que cela a sur la firme et les choix qu'elle opère. Nous avons en effet de plus en plus de données grâce aux rapports annuels, mais il est possible de collecter également des données sur le fonctionnement du conseil d'administration grâce à des questionnaires. Cependant, il faut bien avoir en tête que le simple téléchargement de données devient de plus en plus insuffisant si l'on veut mieux comprendre le fonctionnement des conseils d'administration et les conséquences que cela a pour la firme. Bien entendu cela se fait au prix de la taille des échantillons utilisés. Nous laissons cela pour des recherches futures.

Nos résultats sont importants dans la mesure où ils remettent en cause le fait que la présence de relations sociales du dirigeant conduit systématiquement à l'enracinement du dirigeant. Nous montrons également que dans le cas français le problème de l'enracinement du dirigeant par ses relations sociales n'en sera pas un dès lors que la structure de propriété sera concentrée. Des recherches futures devront s'attacher à confirmer cela. Nous pourrions ainsi étudier la sensibilité de la probabilité de limogeage du dirigeant à la performance en présence de relations sociales lorsque la structure de propriété est concentrée et lorsque cette dernière est dispersée. De même, un réexamen de la façon dont le dirigeant est rémunéré lorsque des relations sociales sont présentes au sein du conseil d'administration en tenant compte de la concentration du capital s'avère nécessaire. Ces deux aspects de la gouvernance ont été le plus étudié précédemment comme nous avons eu l'occasion de le voir dans notre revue de la littérature, et il nous faudrait par conséquent apporter des nuances à ces résultats.

C. Relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et performance de la firme

Cette partie de la thèse s'attache à étudier l'influence de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur les performances exigées par les actionnaires, autrement dit le coût du capital, ainsi que les performances comptables. Dans un second temps, nous étudierons de quelle façon la structure de propriété influence la relation entre administrateurs favorables au dirigeant et performances comptables. Enfin, dans un troisième temps nous nous attacherons à étudier l'influence des choix de politique financière sur les performances comptables de la firme.

1. L'influence de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur le coût du capital.

Introduction

La présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration a-t-elle une influence sur les exigences de performance des actionnaires, autrement dit le coût des ressources financières ? Nous avons pour but de montrer dans cette partie de la thèse que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration, et plus précisément le poids politique de ces derniers conduit à une augmentation du coût des ressources financières. Nous savons que la présence d'administrateurs en sympathie avec le dirigeant conduit à une diminution du rôle de surveillance disciplinaire par le conseil d'administration, en contrepartie d'un renforcement du rôle d'accompagnement stratégique de ce dernier. Or d'après la théorie de l'agence, la diminution du rôle de surveillance disciplinaire du conseil d'administration conduit à un accroissement de l'opportunisme managérial et une destruction de valeur. Cela accroît par conséquent le niveau de risque moral des actionnaires dans la mesure où il est difficile pour ces derniers de savoir si le dirigeant fait en sorte de créer de la valeur. Il est d'autant plus difficile pour les actionnaires d'obtenir des informations fiables en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration car ces dernières sont susceptibles d'induire les actionnaires en erreur en leur transmettant de fausses informations. Nous savons que le niveau d'aléa moral des actionnaires

est reflété par leurs exigences de performances, autrement dit le coût des fonds propres de la firme. Celui-ci est d'autant plus élevé que l'aléa moral des actionnaires est important du fait de la prime de risque plus forte requise par ces derniers en cas d'incertitude. Une telle prime de risque permet de rémunérer le risque pris en apportant des fonds propres à la firme.

Nous sommes parmi les premiers à nous interroger, dans le domaine de la finance d'entreprise, à propos de l'influence de la présence d'administrateurs en sympathie avec le dirigeant sur le coût du capital de la firme. Jusqu'à présent peu de travaux ont traité plus ou moins directement de ce sujet. Comme nous l'avons dit plus haut, les théories les plus souvent employées sont la théorie de l'agence et la théorie de la dépendance aux ressources. La première prédit qu'un conseil d'administration sympathique à l'encontre du dirigeant conduit à une augmentation du coût du capital du fait d'un opportunisme managérial plus important. En revanche, la seconde anticipe une diminution du coût du capital lorsque le dirigeant dispose de relations sociales au sein du conseil d'administration dans la mesure où il peut bénéficier de meilleurs conseils et prendre ainsi de meilleures décisions grâce à une meilleure circulation de l'information entre les administrateurs. Une telle analyse est faite par Adams et Ferreira (2007) qui pensent que les administrateurs proches du dirigeant peuvent instaurer un climat de confiance au sein du conseil d'administration. Le dirigeant communique plus volontiers ses informations à ses relations sociales qui se chargent par la suite de transmettre de telles informations à d'autres membres du conseil d'administration en qui ils ont confiance. Ainsi, les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration jouent le rôle de courroie de transmission informationnelle entre le dirigeant et les autres membres du conseil d'administration. Dow (2013) va plus loin encore et affirme qu'un certain enracinement du dirigeant peut permettre une diminution des coûts de financement. Il analyse le maintien en place du dirigeant par les administrateurs en termes de coûts de financement. D'après l'auteur, les administrateurs sont réticents à limoger le dirigeant dans la mesure où cela envoie un signal négatif aux actionnaires quant à la qualité de leur travail d'administrateur. A la suite de l'envoi d'un tel signal, les actionnaires sont réticents à apporter des fonds propres à la firme et exigent par conséquent des performances plus élevées en contrepartie d'un apport de capitaux propres. Un tel phénomène est accentué en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration du fait de la solidarité entre le dirigeant et ses relations sociales (Nguyen, 2012). De ce fait, le maintien du dirigeant en fonction donne aux actionnaires l'impression que les administrateurs sont compétents, alors que cela n'est pas nécessairement le cas. Cela génère de l'incertitude pour les actionnaires. Sur le plan empirique, Boubakri et

al. (2012) étudient de quelle façon les relations politiques dont disposent la firme influencent le coût du capital de cette dernière. Leurs résultats indiquent que de telles relations conduisent à une diminution du coût du capital. Cette relation est d'autant plus forte lorsque les contacts de la firme sont proches du pouvoir politique, c'est-à-dire que l'un des administrateurs est également ministre ou siège au parlement de son pays. Les auteurs montrent également que le contexte juridique et institutionnel des pays sur lesquelles porte l'étude influence la relation entre le capital social de la firme et son coût du capital. Les relations politiques sont les plus précieuses dans des pays au sein desquels la démocratie est la moins respectée, la liberté de la presse restreinte, et la corruption plus forte.

Nous émettons pour notre part l'hypothèse que l'influence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduit à une augmentation du coût du capital. Cette relation est d'autant plus forte que la firme est bien connue des marchés financiers. En effet, lorsque la firme est opaque et peu connue des investisseurs, les leviers de création de valeur de cette dernière sont avant tout des actifs intangibles et du savoir. Or les relations sociales du dirigeant viennent renforcer l'expertise de ce dernier lorsqu'ils sont nommés au sein du conseil d'administration. Ainsi lorsque la firme possède de fortes spécificités, les actionnaires acceptent de faire face à des coûts d'agence contre l'apport de savoir et de capital humain. Nous pensons donc que les actionnaires mettent moins de pression disciplinaire sur les épaules du dirigeant dans un contexte de forte incertitude afin de laisser la possibilité au dirigeant d'investir son capital humain au sein de la firme tout en étant conseillé par ses relations sociales. Notre analyse se base sur la théorie de l'agence. Les travaux d'Upadhyay et Zeng (2014) et Upadhyay (2014) sont en partie représentatifs de notre hypothèse. En effet, ces travaux ont montré que la diversité au sein du conseil d'administration conduit à une diminution de l'opacité informationnelle de la firme. Upadhyay (2014) montre ensuite que le manque de diversité au sein du conseil d'administration a pour conséquence un accroissement du coût du capital de la firme. Cet accroissement est d'autant plus fort que la firme est peu connue des investisseurs. Ces travaux sont intéressants pour notre travail dans la mesure où les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration partagent le plus souvent les mêmes caractéristiques sociales que le dirigeant lui-même. En France, les dirigeants et leurs relations sociales sont issues des mêmes formations universitaires. De ce fait, les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration ont les mêmes réflexes que ce dernier et ont tendance à ne pas s'opposer au dirigeant si ce dernier se comporte de façon opportuniste. Ils peuvent même l'aider à s'affranchir de la pression disciplinaire des marchés

financiers lorsque cette dernière est trop forte. De plus, le dirigeant et ses relations sociales peuvent également faire en sorte de ne divulguer que certaines informations valorisant leurs travaux au sein de la firme. Enfin, les relais d'influence du dirigeant au sein du conseil d'administration viennent renforcer les connaissances de ce dernier. Ainsi, la surveillance disciplinaire et l'apport d'informations à destination des actionnaires par le conseil d'administration sont neutralisés, ce qui accroît le risque moral pour les actionnaires, même si en contrepartie ces relations sociales apportent d'importants bénéfices cognitifs permettant au dirigeant d'investir au mieux son capital humain au sein de la firme. Le rôle d'accompagnement stratégique du conseil d'administration est donc renforcé. Les actionnaires exigent alors des performances plus élevées sur leurs apports en capitaux propres afin de compenser ce risque moral.

De tels problèmes sont d'intensité variable suivant le niveau d'opacité de la firme. Dans le cas des firmes les plus opaques et risquées, la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration arrange les actionnaires. En effet, le dirigeant a besoin dans ce cas de l'expertise et du savoir de ses relations sociales. Cela lui permet d'investir plus efficacement son capital humain. Au sein des firmes opaques et peu suivies par les investisseurs, les coûts d'agence potentiels qui résultent d'une telle situation sont secondaires par rapport à la nécessité pour la firme de profiter du savoir du dirigeant et de ses relations sociales. En outre, cela permet de préserver une certaine opacité tout à fait profitable dans la mesure où les actifs de ces firmes sont le plus souvent intangibles et peuvent être par conséquent très facilement détournés par un tiers. Il convient donc de maintenir une certaine asymétrie d'information autour de ces derniers afin d'empêcher leur vol. Or on sait que très souvent le dirigeant et ses relations sociales font en sorte de maintenir secrètes des informations spécifiques à la partie du noyau dur à laquelle ils appartiennent. C'est pourquoi cette recherche d'opacité est très utile aux actionnaires dans un tel contexte. A l'inverse, dans le cas des firmes les plus suivies par les investisseurs, les pratiques opportunistes sont beaucoup plus préjudiciables du fait de la dépendance de ces firmes aux marchés financiers. De telles entreprises doivent savoir faire preuve de la plus grande transparence possible vis-à-vis des investisseurs afin de pouvoir se financer à un coût modéré. Dans un tel contexte, le dirigeant peut profiter de la présence de ses relations sociales pour atténuer la pression disciplinaire des actionnaires de façon plus ou moins régulière. Il y a donc un risque moral beaucoup plus fort que précédemment car il n'y a pas la nécessité d'avoir accès à des connaissances et le maintien de secrets industriels n'est pas en jeu. Par conséquent, pour

compenser ce risque moral, les actionnaires font en sorte d'exiger des performances plus importantes. En outre, la pression disciplinaire à laquelle sont soumis le dirigeant et ses relations sociales dissuade ces derniers d'avoir recours à des pratiques opportunistes.

Nous avons employé une méthodologie de recherche légèrement différente par rapport aux travaux précédents, notamment dans notre méthodologie de calcul du coût du capital. En effet, nous avons dû collecter des données concernant les prévisions des analystes financiers au sein de la base I/B/E/S en plus des données financières plus classiques et des données de gouvernance collectées manuellement. Notre variable dépendante est le coût du capital implicite calculée à la façon de Li, Ng, et Swaminathan (2013). Nos résultats montrent que le coût du capital augmente avec la part de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. Nos résultats demeurent robustes lorsque l'on tient compte des problèmes d'endogénéité.

Notre travail offre une contribution importante à la littérature traitant de la gouvernance d'entreprise. Nous montrons en effet de façon empirique que non seulement la présence, mais également le poids politique des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration accroissent fortement le coût des ressources financières comme le prédit la théorie de l'agence. Notre travail s'organise de la façon suivante : nous procédons tout d'abord à une revue de la littérature traitant de l'influence de la gouvernance d'entreprise sur le coût du capital implicite. Ensuite nous exposons notre méthodologie de recherche. La troisième partie procède au commentaire de nos résultats. Enfin, la dernière partie conclut.

a) **Relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration, environnement informationnel de la firme et coût du capital : une revue de la littérature**

Il existe une littérature d'une certaine importance traitant de l'influence de la gouvernance sur le coût du capital. En revanche, la littérature en recherche financière traitant de l'influence du capital social du dirigeant et de la firme sur le coût du capital est beaucoup plus restreinte. Il n'existe d'ailleurs qu'un seul article en la matière qui est celui de Boubakri et al. (2012). La littérature traitant de l'influence de la gouvernance sur le coût du capital de la firme fait la plupart du temps référence à la théorie de l'agence et au fait qu'un conseil d'administration efficace exerçant un contrôle disciplinaire de qualité permet à la firme d'émettre de

l'information en quantité importante et suffisamment transparente pour les investisseurs (Jensen, 1993). Par conséquent l'asymétrie d'information entre les investisseurs et le dirigeant est réduite, ce qui diminue de fait le coût du capital de la firme dans la mesure où l'aléa moral est considérablement atténué. Les travaux empiriques qui tentent de tester ces prédictions théoriques présentent des preuves empiriques assez mitigées.

Tout d'abord, Botosan (1997) s'est interrogé directement sur l'influence de la quantité d'information transmise par les firmes sur le coût du capital. L'auteur fonde sa mesure de la quantité d'information communiquée par la firme sur les divulgations volontaires d'informations. D'après l'auteur, le fait de procéder à davantage de divulgations volontaires d'informations permet de diminuer le coût du capital seulement lorsque la firme est peu suivie par les analystes. En revanche, une telle pratique ne s'accompagne pas d'une diminution du coût du capital lorsque la firme est bien suivie par les analystes. Ainsi, le suivi des analystes et les divulgations volontaires d'informations sont des substituts qui permettent d'informer les investisseurs. En revanche, Botosan et Plumlee (2002) s'intéressent à l'influence de la quantité d'information divulguée par les rapports annuels ainsi que la quantité d'information divulguée en temps opportun sur le coût du capital. Les auteurs trouvent bien que le coût du capital diminue en fonction de la quantité totale d'information divulguée, mais s'accroît en revanche en fonction de la quantité d'information communiquée en temps opportun. Un tel résultat est contraire aux prédictions théoriques. Les auteurs concluent en suggérant que certaines façons de transmettre de l'information, notamment en mélangeant différents types d'information, ou encore le fait de divulguer trop d'information, peut conduire à une perte d'information.

D'autres articles que nous mentionnions dans notre revue de la littérature étudient l'influence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la politique comptable et la qualité du contrôle interne de la firme. Dans la plupart des cas, les auteurs de ces articles montrent que la présence d'administrateurs en relation avec le dirigeant conduit à la mise en place de mauvaises pratiques comptables et à une diminution de la qualité du contrôle interne. Nous rappellerons brièvement le contenu de chacun d'entre eux. Tout d'abord, Chaney, Faccio, et Parsley (2011) ont constaté que la présence de relations politiques de la firme au sein du conseil d'administration s'accompagnait d'une diminution de la qualité de l'information comptable. Ensuite, Chidambaran, Kedia, et Prabhala (2012) ont prouvé que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduisait à

un accroissement de la probabilité de mise en place de pratiques comptables frauduleuses lorsque les relations étaient de nature informelle et non professionnelle. Ces résultats sont confirmés par Khanna, Han Kim, et Lu (2014) qui expliquent que la fraude est favorisée dans la mesure où les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration font en sorte de dissimuler les fraudes, tout en lui permettant d'être maintenu à son poste même si la fraude est découverte. Bruynseels et Cardinaels (2014) confirment les résultats précédemment décrits. Enfin, Bona-Sanchez, Perez-Aleman, et Santana-Martin (2014) montrent dans le cas des firmes espagnoles que lorsque ces dernières disposent de relations politiques au sein de leur conseil d'administration, alors le contenu informationnel des chiffres comptables divulgués par ces firmes diminue. Cependant, les auteurs apportent une nuance à leurs résultats. En effet, selon leurs observations, les firmes disposant de relations politiques au sein de leur organe de surveillance publient des chiffres comptables au contenu informationnel plus important lorsque ces dernières ont un actionnaire majoritaire au capital. Ainsi l'actionnaire majoritaire exige du dirigeant des informations de meilleure qualité. Ce dernier se sert des relations dont il dispose au sein de la firme pour améliorer le contenu informationnel des chiffres comptables en communiquant davantage avec ses relations. Ces résultats sont opposés à ceux de Hoitash (2011) qui examine l'influence du caractère amical du comité d'audit sur la qualité du contrôle interne au sein de la firme. Les résultats montrent que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du comité d'audit conduit à un accroissement de la qualité du contrôle interne. On peut interpréter ce résultat en disant que dans certains cas la présence de relations sociales du dirigeant permet d'accroître la transparence de la firme, notamment lorsque ces relations sont de nature professionnelle. Ces résultats sont dans la lignée de ceux de Chidambaran, Prabhala, et Kedia (2012). Ces derniers mettent en effet en évidence que la présence de relations sociales de nature professionnelle au sein du conseil d'administration conduit à une diminution de la probabilité de recours à des pratiques opportunistes par le dirigeant. Cela peut s'expliquer par le fait que la mise au jour de pratiques opportunistes par le dirigeant et du soutien de telles pratiques par ses relations sociales professionnelles est fortement préjudiciable pour la carrière du dirigeant comme de ses relations sociales.

Plus récemment, les travaux d'Upadhyay et Zeng (2014) ainsi que ceux d'Upadhyay (2014) viennent en partie corroborer notre intuition. En effet, Upadhyay et Zeng (2014) se demandent tout d'abord de quelle façon la diversité au sein du conseil d'administration influence l'environnement informationnel de la firme. Les auteurs considèrent la diversité d'un point de

vue ethnique et de parité homme-femme. Ils construisent ensuite un indice global d'opacité de la firme en se basant sur le nombre d'analystes qui suivent la firme, l'erreur de prévision des analystes, l'écart entre le prix acheteur et le prix vendeur (bid-ask spread), et enfin la rapidité avec laquelle les actions de la firme sont échangées sur le marché. Les auteurs observent que la promotion de la diversité au sein du conseil d'administration conduit à une forte diminution de l'indice d'opacité de la firme. Par la suite, Upadhyay (2014) se demande si le niveau d'opacité informationnelle de la firme influence la relation entre la promotion de la diversité au sein du conseil d'administration et le coût du capital de la firme. L'indice d'opacité informationnelle créé précédemment est réemployé à cet effet. L'auteur prouve alors que le manque de diversité au sein du conseil d'administration va de pair avec un accroissement du coût du capital de la firme. Plus précisément, l'accroissement est significativement plus important lorsque la firme est plus complexe et opaque. Pris dans leur ensemble, ces résultats indiquent que le manque de diversité au sein du conseil d'administration peut conduire à une plus grande incertitude pour les actionnaires dans la mesure où le rôle de surveillance disciplinaire est neutralisé. En effet, la forte similitude sociale des administrateurs diminue la probabilité de détection par le conseil d'administration de pratiques opportunistes. Cela est dû à la forte similitude qui existe entre les administrateurs dans le traitement de l'information. Ainsi, le risque est beaucoup plus important de voir le dirigeant profiter de sa situation en ayant une attitude de « passager clandestin » (free-rider). C'est pourquoi les conflits d'agence sont exacerbés. Nous devons malgré tout examiner ces résultats avec un regard critique. En effet, nous pensons que les relations sociales du dirigeant, notamment lorsqu'elles sont issues des mêmes grandes écoles que lui, possèdent des compétences et des connaissances similaires. De ce fait, ils peuvent épauler le dirigeant grâce à leurs connaissances. Cela est d'autant plus utile que la firme est très peu suivie des marchés financiers et que ses processus de création de valeur reposent sur des actifs intangibles. Cela est créateur de valeur au sein de telles firmes, même s'il existe un risque moral de voir le dirigeant profiter de la présence de ses relations sociales pour avoir plus aisément recours à des pratiques opportunistes. Ces coûts d'agence sont cependant modérés par la création de valeur occasionnée par un meilleur investissement en capital humain du dirigeant au sein de la firme. De même, l'opacité entretenue par le dirigeant et ses relations sociales permet de protéger les actifs clés de la firme, qui sont dans ce cas le plus souvent des actifs intangibles pouvant donc facilement être dérobés. Par conséquent, les actionnaires exigent des performances plus importantes afin de discipliner le dirigeant et ses relations sociales, même si ces exigences sont moins fortes lorsque les firmes sont bien suivies par les investisseurs. En effet, dans un tel contexte, les

coûts d'agence ne peuvent être justifiés par des problèmes d'accès à la connaissance. Le dirigeant profite alors de la présence de ses relations sociales au sein du conseil d'administration pour atténuer la pression disciplinaire exercée par les marchés financiers. Pour ce faire des méthodes plus ou moins régulières peuvent être employées. C'est pourquoi le risque moral pour les actionnaires est plus important, notamment dans un contexte d'opacité informationnelle faible. Les travaux d'Upadhyay (2014) sont intéressants pour nous dans la mesure où la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration nous permet de mesurer le niveau de diversité cognitive des administrateurs. La diversité cognitive au sein du conseil d'administration diminue à mesure que la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration augmente. Nous prédisons donc que le coût du capital s'accroît avec la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration.

b) Méthodologie de recherche

Cette partie présente notre méthodologie de recherche. Nous décrivons tout d'abord notre modèle de régression tout en justifiant le choix de ce dernier. Nous traitons également du problème d'endogénéité relatif au problème de variables omises relatives à d'autres caractéristiques du dirigeant. Ensuite nous présentons la façon dont nous calculons notre variable dépendante, à savoir le coût du capital implicite de la firme.

(1) Le modèle de régression utilisé

Nous pouvons écrire le modèle de régression que nous utilisons de la façon suivante :

$$COST_OF_K_{i,t} = a_0 + a_{i,t}SCH_TIES_{i,t} + Controles_{i,t}$$

La variable dépendante est le coût du capital calculé à la façon de Li, Ng, et Swaminathan (2013). Nous présenterons cette méthode de calcul par la suite. La variable d'intérêt est la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. Les variables de contrôle concernent les caractéristiques de gouvernance de cette dernière ainsi que les caractéristiques financières de cette dernière.

Les variables de contrôle qui concernent la gouvernance comprennent la taille et l'indépendance du conseil d'administration ainsi que sa structure, qu'elle soit duale ou moniste. La taille du conseil d'administration donne une idée de la facilité avec laquelle de mauvaises décisions ont la possibilité d'être validées. La probabilité d'acceptation d'une mauvaise décision diminue avec la taille du conseil d'administration. Cela permet donc de diminuer l'aléa moral des actionnaires. Par conséquent, les actionnaires ont la possibilité de diminuer leurs exigences de performances car ils savent que le dirigeant est soumis à des contraintes disciplinaires par le conseil d'administration. Une telle analyse est également conforme aux résultats d'Upadhyay et Sriram (2011). Ces derniers montrent en effet que le coût du capital diminue avec la taille du conseil d'administration. En ce qui concerne le niveau d'indépendance juridique du conseil d'administration, on sait qu'un niveau d'indépendance juridique élevé est vu comme un critère de bonne gouvernance par les investisseurs. En effet, ces derniers n'ont pas accès à autant d'informations que les administrateurs n'étant pas reconnus comme indépendants au regard des textes juridiques. Ils peuvent de ce fait détecter beaucoup plus aisément des pratiques opportunistes au sein de la firme. De surcroît, leur liberté de jugement supposée leur permet de révéler avec davantage de facilité l'existence de telles pratiques. Cependant, ces caractéristiques sont également des entraves au bon travail de ces administrateurs. En effet, ils n'ont pas la possibilité de connaître aussi bien que les administrateurs considérés comme non-indépendants le fonctionnement de la firme. En effet, les administrateurs considérés comme indépendants sur la base des critères définis par le code AFEP-MEDEF ont un accès fortement restreint par rapport aux administrateurs considérés comme non-indépendants. Il est par conséquent beaucoup plus difficile de savoir si une pratique donnée est normale dans le cadre du fonctionnement spécifique de la firme ou bien si cette pratique est au contraire frauduleuse. Cela entrave aussi bien le rôle de suivi disciplinaire que d'accompagnement stratégique. Ainsi l'incertitude sur le sens du niveau d'indépendance du conseil d'administration ne permet pas de conclure à propos de son effet sur le coût du capital. La dernière caractéristique de gouvernance concerne la structure moniste ou duale du conseil d'administration. Dans le cas d'une structure moniste, le dirigeant est présent au sein du conseil d'administration, il a la possibilité de communiquer ses informations aux administrateurs, et peut bénéficier en retour des conseils de ces derniers. Cependant, la présence du dirigeant au sein du conseil d'administration permet également à ce dernier d'influencer les administrateurs en sa faveur et faire en sorte que des décisions défavorables aux intérêts des actionnaires soient prises. Un tel problème ne se présente pas dans le cas d'une structure duale dans la mesure où le dirigeant est isolé au sein d'un

directoire avec d'autres membres de l'état-major de la firme. Néanmoins, le dirigeant n'a pas la possibilité de communiquer ses informations aux autres membres de l'organe de surveillance. Il est ainsi beaucoup plus difficile de juger de la qualité de la politique financière mise en place par le dirigeant, ainsi que de la pertinence des décisions de ce dernier. On ne peut donc rien dire concernant l'influence qu'aura la structure de l'organe de surveillance sur le coût du capital de la firme.

Nous tenons également compte des diverses caractéristiques personnelles du dirigeant, à savoir la position hiérarchique du dirigeant au sein du conseil d'administration, le fait que le dirigeant soit fondateur ou non, et enfin le temps passé en fonction par le dirigeant. En effet, ces caractéristiques permettent d'avoir une idée de l'influence que peut avoir le dirigeant sur les autres administrateurs. Les dirigeants possédant l'ensemble de ces caractéristiques sont les plus influents. Le fait de présider le conseil d'administration donne au dirigeant un pouvoir de négociation plus fort par rapport aux autres administrateurs, ce qui lui permet de recruter des administrateurs qui l'aident dans sa tâche tout en servant les intérêts des actionnaires. Cependant, une telle concentration des pouvoirs crée de l'incertitude pour les actionnaires dans la mesure où le dirigeant peut influencer les administrateurs en sa faveur. Cela génère un aléa moral. Pour faire en sorte de discipliner le dirigeant, les actionnaires exigent des performances plus importantes. On prédit donc que le coût du capital est plus fort lorsque le dirigeant préside également le conseil d'administration. Ensuite, le fait pour le dirigeant d'être fondateur, et de disposer de ce fait d'une vision stratégique pour la firme, lui permet de recruter au sein du conseil d'administration les personnes qu'il juge compétentes. Il recrute ces administrateurs de préférence parmi les membres de son réseau. Ces personnes lui sont reconnaissantes, et de ce fait servent ses intérêts. Néanmoins, les actionnaires peuvent se montrer méfiants dans la mesure où ces administrateurs ont la possibilité d'accepter beaucoup plus facilement la mise en place de projets néfastes pour leurs intérêts. Par conséquent, pour discipliner le dirigeant et le conseil d'administration, ils exigent des performances plus importantes. On prédit donc que le coût du capital est plus fort lorsque le dirigeant est également le fondateur de la firme. Enfin, le temps passé en fonction par le dirigeant lui permet de posséder un important pouvoir de négociation vis-à-vis des autres administrateurs. En effet, ce dernier connaît également mieux la firme et ses besoins, ce qui lui permet de nommer des administrateurs pouvant créer de la valeur pour les actionnaires. Les actionnaires connaissent également le savoir-faire du dirigeant en matière de gestion, et c'est pourquoi ces derniers sont davantage rassurés par des dirigeants restés longtemps en fonction. Les

actionnaires peuvent également percevoir les administrateurs recrutés par le dirigeant comme contributeurs à la création de valeur par la firme. Cela rassure les actionnaires qui exigent des performances moindres. Néanmoins, un raisonnement inverse est possible. On peut imaginer que la durée du mandat accroît le risque de voir le dirigeant s'enraciner au sein de la firme. En effet, le dirigeant acquiert au fil du temps de plus en plus d'informations sur la firme, ses mécanismes de contrôle et les caractéristiques cognitives des personnes clés pour son maintien en fonction. Pour discipliner le dirigeant et l'empêcher de profiter d'une telle situation, les actionnaires exigent des performances plus conséquentes. Par conséquent, on ne peut rien prévoir en ce qui concerne l'effet du temps passé en fonction par le dirigeant sur le coût du capital.

A présent nous traitons des variables de contrôle relatives aux caractéristiques financières de la firme. Nous incluons dans le modèle les variables relatives à la taille de la firme, les opportunités de croissance de cette dernière, son risque systématique, ses performances boursières sur l'année précédente, et enfin son niveau d'endettement. Pour la plupart, ces variables sont des déterminants bien connus des rentabilités boursières. Tout d'abord, en ce qui concerne la taille de la firme, on sait que les firmes de plus grande taille sont les plus connues des investisseurs et ont par conséquent peu de difficultés à lever des fonds à un coût faible. On prédit donc que le coût du capital est décroissant en fonction de la taille de la firme. En ce qui concerne les opportunités de croissance de la firme, les rentabilités boursières futures sont décroissantes en fonction des opportunités de croissance de la firme. En effet, les opportunités de croissance représentent de la rentabilité future pour les investisseurs. On prédit donc que le coût du capital diminue en fonction des opportunités de croissance de la firme. En ce qui concerne le levier financier de la firme, les rentabilités boursières futures sont croissantes en fonction du niveau d'endettement de la firme. De telles firmes sont en effet plus risquées. On prédit donc que le coût du capital est croissant en fonction du niveau d'endettement de la firme. En ce qui concerne le risque systématique de la firme, ce dernier fait croître les rentabilités boursières dans la mesure où ce risque est non diversifiable. Par conséquent, les investisseurs exigent une prime de risque plus importante. On prédit donc que le coût du capital est croissant en fonction du risque systématique. Enfin, en ce qui concerne les performances passées, on sait que les analystes se fondent sur les performances boursières passées de la firme pour établir leurs prévisions. D'une manière générale, ces derniers considèrent que les performances de l'année passée se répètent l'année suivante. Les investisseurs croient également cela, et par conséquent les firmes qui ont eu de bonnes

performances boursières ont davantage de facilités pour lever des fonds à un coût faible. On prédit donc que le coût du capital diminue en fonction des performances passées.

(2) La mesure du coût du capital

Nous suivons la méthode de Li, Ng, et Swaminathan (2013) pour calculer le coût du capital implicite. Cette méthode est à ce jour reconnue comme la meilleure méthode pour obtenir l'estimation la plus fiable possible du coût du capital implicite. Ce modèle de calcul se base sur l'idée selon laquelle la capitalisation boursière de la firme est égale à la somme des dividendes futurs actualisés. Le modèle présenté ici est basé sur une simulation des cash-flows futurs de la firme à un horizon infini. L'équation de base du modèle peut s'écrire de la façon suivante :

$$P_t = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{E_t(D_{t+k})}{(1 + r_e)^k}$$

P_i est le prix du titre de la firme à la fin de l'année i . $E_i(D_i)$ est l'espérance du dividende distribué aux actionnaires en année i . r_e est le taux d'actualisation des dividendes versés aux actionnaires, autrement dit le coût du capital. Par la suite, on décompose la partie droite de cette équation en deux termes de la façon suivante :

$$P_t = \sum_{k=1}^T \frac{FE_{i,t+k}(1 - b_{i,t+k})}{(1 + r_{i,e})^k} + \frac{FE_{i,t+T+1}}{r_{i,e}(1 + r_{i,e})}$$

Nous avons ainsi décomposé l'équation précédente en sommant la série des cash-flows actualisés entre $k=1$ jusqu'à T puis en calculant la valeur terminale de la série de cash-flows actualisés commençant en $k=T$ jusqu'à l'infini. Il s'agit donc d'une valeur limite à l'infini positif. Nous devons à présent simuler les cash-flows en calculant les bénéfices attendus $FE_{i,t+k}$ et les dividendes $b_{i,t+k}$ versés par la firme. Pour ce faire, nous utiliserons les prévisions des analystes financiers. Les prévisions de bénéfices des analystes financiers sont collectées dans la base I/B/E/S. Nous collectons les médianes des prévisions de bénéfices FY de chaque firme i pour les années $t+1$ et $t+2$. Le fait de collecter les médianes nous permet d'éviter les problèmes relatifs à la dispersion des prévisions. On calcule ensuite $FE_{i,1}$ pour la firme i de la façon suivante : $FE_{i,1} = wFY_{i,1} + (1-w)FY_{i,2}$ avec w le nombre de mois restant avant la fin de

l'année à la date de la collecte des médianes de prévisions de résultat divisé par 12. On calcule ensuite $FE_{i,2} = FE_{i,1}(1+g_2)$ avec g_2 le taux de croissance de la firme à long terme donné par les analystes. Le taux de croissance à long terme g_2 ainsi que les médianes $FY_{i,1}$ et $FY_{i,2}$ ont été collectés au mois de mai de l'année t afin de laisser le temps aux analystes financiers de prendre en compte les informations divulguées dans les rapports annuels. Par conséquent dans notre cas $w=7/12$. On fait également en sorte de ramener tous les taux de croissance des bénéfices entre 2% et 100% afin d'éviter les problèmes relatifs aux données extrêmes. On calcule le taux de croissance des bénéfices de la firme i pour chaque année allant de $t+3$ à $t+T+1$ de la façon suivante :

$$g_{i,t+k} = g_{i,t+k-1} \exp\left(\frac{\ln g/g_2}{T-1}\right)$$

Dans le cas présent, la valeur de g est le taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) de la France pour l'année précédente. Le processus de calcul du taux de croissance des bénéfices repose sur le principe de retour à la moyenne. Ici le taux moyen que l'on considère est le taux de croissance du produit intérieur brut de la France l'année précédente. Ensuite, on calcule les cash-flows de la façon suivante pour les années allant de $t+3$ à $t+T+1$:

$$FE_{i,t+k} = FE_{i,t+k-1}(1 + g_{i,t+k})$$

Ensuite, on calcule le niveau de rétention des bénéfices, c'est-à-dire le complément du niveau de distribution. De façon basique, le taux de distribution est calculé comme le total des dividendes payés plus les rachats d'actions moins les émissions d'actions, le tout divisé par le résultat de l'année correspondante. Néanmoins, en raison d'un grand nombre de firmes ayant un résultat net négatif, le taux de distribution perd totalement son sens. C'est pourquoi nous employons une mesure du niveau de distribution de la firme. Nous calculons la mesure du niveau de distribution comme le ratio du total des dividendes payés par la firme divisé par le chiffre d'affaire de la firme. Le niveau de rétention des bénéfices est le complément de ce ratio. Encore une fois, on considère que le niveau de rétention des bénéfices de la firme suit un processus de retour à la moyenne. On se base sur cette méthode pour calculer la première estimation du taux de rétention des bénéfices. Encore une fois on admet que le niveau de rétention des bénéfices suit un processus de retour à la moyenne jusqu'à l'année $t+T+1$. On utilise la relation suivante pour calculer le taux de rétention des bénéfices :

$$b_{i,t+k} = b_{i,t+k-1} - \frac{b_{i,t+1}-b_i}{T} \text{ et } b_i = \frac{g}{r_{i,e}}$$

b_i est le taux de rétention des bénéfices en année i . T est l'horizon temporel du modèle que l'on choisit de fixer à 17 années comme dans Li, Ng, et Swaminathan (2013). Cette formule est la formule d'équilibre permettant de calculer le taux de rétention des bénéfices. Elle suppose qu'à l'état d'équilibre, le produit du retour sur investissement de la firme (ROI) par le taux de rétention des bénéfices est égal au taux de croissance des bénéfices. On admet que le ROI est égal au coût du capital de la firme $r_{i,e}$ car la concurrence fait converger avec le temps tous les rendements des firmes vers le coût du capital. Enfin, on calcule la valeur terminale des flux de cash-flows actualisés en supposant qu'à partir de $t+T+1$ les bénéfices de la firme sont constants :

$$TV_{i,t+T} = \frac{FE_{i,t+T+1}}{r_{i,e}}$$

Le tableau 11 présente les statistiques descriptives des paramètres de base servant au calcul du coût du capital, à savoir le taux de croissance long terme, le niveau de dividendes, et enfin le coût du capital en lui-même. Ces statistiques descriptives sont données pour chaque année.

Tableau 11 : Statistiques descriptives des éléments de calcul du coût du capital

	2007			2008			2009			2010			2011		
	g_2	Div	Re												
Moy	0,090	0,028	0,066	0,082	0,029	0,076	0,083	0,026	0,077	0,171	0,028	0,090	0,160	0,027	0,089
Std	0,110	0,036	0,020	0,096	0,033	0,018	0,111	0,032	0,023	0,198	0,036	0,032	0,170	0,029	0,029
Min	0,020	0,000	0,030	0,020	0,000	0,035	0,020	0,000	0,034	0,020	0,000	0,037	0,020	0,000	0,038
Qt1	0,045	0,006	0,057	0,030	0,008	0,064	0,020	0,006	0,064	0,081	0,007	0,069	0,082	0,006	0,071
Méd.	0,067	0,020	0,065	0,065	0,020	0,076	0,053	0,016	0,072	0,108	0,016	0,083	0,115	0,019	0,080
Qt3	0,092	0,039	0,074	0,096	0,042	0,088	0,102	0,042	0,089	0,180	0,041	0,100	0,165	0,041	0,102
Max	0,771	0,262	0,179	0,771	0,226	0,117	0,771	0,232	0,171	1,000	0,207	0,187	1,000	0,152	0,179

Les abréviations « Moy », « Std », « Min », « Qt1 », « Méd », « Qt3 », et « Max » désignent respectivement la moyenne, l'écart-type, le minimum, le premier quartile, la médiane, le troisième quartile, et le maximum du paramètre correspondant pour l'année correspondante.

g_2 est le taux de croissance à long terme des bénéfices, Div désigne le niveau de distribution des dividendes calculé comme le ratio du total des dividendes payés par la firme divisé par le chiffre d'affaires. Re est le coût du capital. On peut remarquer la grande stabilité du coût du capital au fil du temps, entre 3% au minimum et 17% au maximum. Ces chiffres sont également réalistes si l'on considère que le coût du capital est le plus souvent compris entre 5% et 15%.

(3) Statistiques descriptives

Le tableau 12 présente les statistiques descriptives relatives à nos données. RIngs est la variable mesurant notre coût du capital. Sch_ties et Sch_ties_d sont nos mesures du réseau social du dirigeant au sein du conseil d'administration. La première est le ratio du nombre d'administrateurs diplômés des mêmes institutions divisé par le nombre total d'administrateurs. La seconde est une variable binaire prenant la valeur 1 lorsqu'au moins un administrateur est diplômé des mêmes institutions que le dirigeant. CEO_Chair est une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque le dirigeant préside le conseil d'administration et 0 sinon. CEO_found est une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque le dirigeant est fondateur de la firme et 0 sinon. Exp_fct est une variable continue mesurant le temps passé en fonction par le dirigeant. Two_tier_b est une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque la firme possède un organe de surveillance dual (structure avec un directoire et un conseil de surveillance). Board_size est la taille du conseil d'administration. Elle se calcule comme le nombre total d'administrateur au sein de l'organe de surveillance. Board_inde est le niveau d'indépendance du conseil d'administration. Elle se calcule comme le ratio du nombre d'administrateurs vus comme indépendants au regard du code AFEP-Medef divisé par le nombre total d'administrateurs au sein du conseil d'administration. Growth est le ratio market-to-book que l'on mesure comme la capitalisation boursière plus la valeur comptable des dettes moins la valeur comptable des fonds propres le tout divisé par l'actif total. Size mesure la taille de la firme. Elle est égale au logarithme népérien de la capitalisation boursière. Leverage est le levier financier. Il se calcule comme le ratio de la valeur comptable des dettes totales divisé par la valeur de l'actif. Ubeta est le bêta économique de la firme. Nous calculons tout d'abord les bêtas des actions endettés à l'aide du modèle de marché $r_i = \alpha_i + \beta_i R_M$ avec r_i la rentabilité du titre i sur l'année considérée, et R_M la rentabilité du portefeuille de marché sur la même période. Nous avons donc choisi comme portefeuille de marché l'indice SBF 120. Ensuite, nous avons utilisé la formule de Connin, à savoir que le

béta désendetté est égal au béta calculé précédemment, le tout divisé par 1 plus le levier financier. MOM est le rendement du titre de la firme considérée sur l'année précédente.

Tableau 12 : Statistiques descriptives concernant la relation entre part de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et coût du capital

Variable	Nb	Moy	Std	Min	Qt1	Méd	Qt3	Max
Rlngs	330	0,080	0,027	0,029	0,064	0,074	0,090	0,187
Sch_ties	330	0,105	0,129	0,000	0,000	0,026	0,214	0,571
Sch_ties_d	330	0,500	0,501	0,000	0,000	0,500	1,000	1,000
CEO_chair	330	0,473	0,500	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000
CEO_found	330	0,121	0,327	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000
Exp_fct	330	8,323	9,505	0,000	2,000	4,000	11,000	47,000
Two_tier_b	330	0,267	0,443	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000
Board_size	330	12,176	3,328	4,000	10,000	12,000	14,000	21,000
Board_inde	330	0,509	0,198	0,095	0,385	0,500	0,636	1,000
growth	330	1,442	0,762	0,718	1,045	1,209	1,552	8,090
size	330	22,756	1,351	19,953	21,607	22,698	23,898	25,813
leverage	330	0,242	0,132	0,002	0,145	0,230	0,325	0,619
Ubeta	330	0,729	0,269	0,167	0,537	0,708	0,919	1,914
MOM	330	0,108	0,392	-1,381	-0,109	0,151	0,343	1,146

c) **Présentation et robustesse des résultats**

(1) Présentation des résultats

Le tableau 13 présente nos résultats. Comme nous pouvons le voir, notre variable d'intérêt est à chaque fois très significative, soit au seuil de 5% soit au seuil de 1%. L'indicateur t de Student est presque systématiquement inférieur à -3, ce qui témoigne de la force de la relation. En ce qui concerne les variables de contrôle employées, la plupart des variables de contrôle relatives aux caractéristiques financières de la firme sont statistiquement significatives. En revanche, aucune des caractéristiques de gouvernance relatives au dirigeant n'est significative. Enfin, le coefficient de détermination R^2 des modèles est toujours supérieur à 30%, ce qui témoigne de la qualité explicative du modèle et surtout de la pertinence des variables de contrôle employées.

Tableau 13: L'influence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur le coût du capital

	1	2	3	4
Intercept	*0,044 1,820	**0,057 2,190	*0,046 1,860	**0,060 2,280
Sch_ties	***0,040 3,850	***0,041 3,870		
Sch_ties_d			**0,007 2,630	**0,008 2,720
CEO_Chair		-0,005 -1,380		-0,005 -1,340
CEO_Found		-0,001 -0,230		-0,002 -0,400
Exp_Fct		0,000 -0,240		0,000 -0,240
Two_tier_b	***0,009 2,890	0,006 1,630	**0,008 2,700	0,006 1,520
Board_size	0,001 1,130	0,001 1,300	0,000 0,760	0,000 0,920
Board_inde	0,005 0,680	0,004 0,590	0,006 0,850	0,006 0,750
growth	***-0,008 -4,080	***-0,008 -4,120	***-0,008 -4,130	***-0,008 -4,190
size	0,001 0,660	0,000 0,290	0,001 0,640	0,000 0,240
leverage	**0,028 2,540	**0,029 2,580	**0,028 2,480	**0,028 2,470
Ubeta	**0,012 2,270	**0,013 2,320	**0,014 2,520	**0,014 2,530
MOM	**0,010 2,17	**0,011 2,28	**0,010 2,08	**0,010 2,18
Observations	330	330	330	330
Effets fixes	oui	oui	oui	oui
R carré	0,318	0,325	0,302	0,309
Valeur F	11,34	9,41	10,49	8,74

(2) Discussion des résultats

Nos résultats sont forts et assez novateurs. Il convient à présent de les discuter. Nous avons ainsi mis en évidence, conformément à notre hypothèse de départ, que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduira à une augmentation du coût du capital de la firme.

Tout d'abord en ce qui concerne les résultats en tant que tels, il est impressionnant de noter que la part de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration puisse avoir une influence aussi forte sur les exigences de performances des actionnaires. De plus, contrairement aux travaux d'Upadhyay et Sriram (2011), la taille du conseil d'administration n'a pas d'impact significatif sur le coût du capital. Par conséquent, les investisseurs sont particulièrement attentifs à la composition du conseil d'administration ainsi qu'à la dynamique sociale qu'une telle composition occasionne. Nous nous inscrivons ainsi dans la lignée des travaux de Raheja (2005), Harris et Raviv (2008) et enfin Duchin, Matsusaka et Ozbas (2010), même si nos résultats sont différents de ces derniers. Le dernier article est en quelque sorte une validation empirique des deux premiers. Nos résultats sont également conformes à ceux d'Upadhyay (2014). Les modèles de Raheja (2005) et Harris et Raviv (2008) permettent de connaître la taille et la composition optimale du conseil d'administration en fonction des caractéristiques de la firme. Selon ces modèles, les firmes qui ont d'important besoins d'accompagnement stratégiques doivent adopter un conseil d'administration resserré. Ces travaux ont été complétés par Adams (2007) qui a prédit par un modèle théorique qu'un conseil d'administration amical peut être optimal pour les actionnaires grâce à une meilleure circulation de l'information entre le dirigeant et ses relations sociales. Si des relations sociales sont présentes au sein du conseil d'administration, permet effectivement d'assouplir le rôle de surveillance disciplinaire de ce dernier, tout en renforçant le rôle d'accompagnement stratégique. D'après l'auteur, cela permet au dirigeant de créer davantage de valeur. De ce fait, les actionnaires devraient dans ce cas en toute logique diminuer leurs exigences de performances. Pour notre part, nous constatons que la présence de relations sociales du dirigeant au sein de l'organe de surveillance s'accompagne d'un accroissement des performances exigées par les actionnaires. On peut éventuellement penser que ces derniers profitent du fait que le dirigeant est bien conseillé pour l'inciter à prendre davantage de risques et investir dans des projets fortement créateurs de valeur. Néanmoins et de manière

plus vraisemblable, l'accroissement du coût du capital en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration suggère que les actionnaires exigent des performances plus importantes afin d'empêcher l'enracinement du dirigeant. Tout comme Upadhyay (2014), nous montrons que l'uniformité sociale au sein du conseil d'administration conduit à un accroissement du coût du capital. De nombreux travaux traitant de l'influence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la gouvernance de la firme ont pu montrer, notamment dans le contexte français (Nguyen, 2012 ; Kramarz et Thesmar, 2013), qu'une telle composition de l'organe de surveillance permettait au dirigeant de s'enraciner. On sait en effet que la présence de relations sociales diminue fortement la probabilité de limogeage du dirigeant par le conseil d'administration. Dans le cas de la France cet enracinement est d'autant plus efficace que ce sont le plus souvent les dirigeants des trois grandes écoles les plus prestigieuses (HEC, ENA, Polytechnique) qui disposent du nombre le plus important de relations sociales. Ces dernières jouissent également d'un très grand prestige social et peuvent permettre au dirigeant d'accéder à des postes très prestigieux en cas de limogeage par le conseil d'administration. Ces postes peuvent concerner des fonctions de direction au sein d'une grande firme française ou encore au sein de la haute fonction publique. De ce fait, le dirigeant n'est pas effrayé par la perspective d'un potentiel limogeage, et la maximisation de la richesse des actionnaires n'est pas sa priorité. En outre, des considérations concurrentielles sont également à prendre en compte. En effet, les conseils d'administration des grandes firmes françaises possèdent une composition assez proche. Il arrive ainsi que deux firmes concurrentes possèdent un ou plusieurs administrateurs en commun, ce qui peut permettre à l'une des firmes d'avoir accès à des informations spécifiques à sa concurrente. D'ailleurs un des avantages pour un dirigeant de la présence de relations sociales au sein de son conseil d'administration est la diminution de la pression disciplinaire imposée par la concurrence. De même, le dirigeant et ses relations sociales peuvent appartenir à des cercles de réflexion spécifiques à un secteur d'activité donné au sein desquels ils peuvent échanger des informations avec d'autres personnes occupant des fonctions de direction au sein d'autres firmes du secteur. C'est par exemple le cas de Pierre Pringuet, dirigeant de Pernod-Ricard, qui préside le comité Sully. Ce comité fondé par Pierre Pringuet est un cercle de réflexion chargé de promouvoir l'industrie agroalimentaire. Il rassemble bon nombre des acteurs du secteur, à savoir les dirigeants d'entreprise et les syndicats. Cela peut aboutir à des situations d'entente entre les concurrents et avoir pour conséquence un alignement des performances de chacune des firmes. La France est précisément caractérisée par l'existence de nombreux cercles de réflexion tels que celui-ci rassemblant des dirigeants de grandes firmes françaises. La

principale conséquence de cela est l'accentuation de la concentration sociale occasionnée par le fait que bon nombre des dirigeants français sont issus de trois grandes écoles principales, à savoir Polytechnique, HEC, et l'ENA. Ainsi, l'information circule seulement entre quelques personnes très bien informées, et l'actionnaire fait alors presque figure d'intrus. Pour pallier à cela, les actionnaires font en sorte d'exiger des performances plus importantes. D'une certaine manière, cela permet de rétablir le jeu concurrentiel.

(3) Etude de la robustesse des résultats

(a) Résolution des problèmes d'endogénéité

Nous nous attachons dans cette partie à la résolution des problèmes d'endogénéité. Il se peut en effet que la relation entre la part de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et le coût du capital soit causée par un biais d'endogénéité.

Tableau 14 : Relations sociales et coût du capital, une approche par les variables instrumentales

	1	2	3	4
Intercept	8,133	-10,156	9,751	-10,156
	0,910	-5,650	1,060	-5,650
Sch_ties_instr	***0,917			
	6,940			
Gd_Corps			***0,086	
			5,150	
Sch_ties		***0,041		***0,041
		3,900		3,900
CEO_chair	***0,055	-0,005	**0,038	-0,005
	3,310	-1,480	2,210	-1,480
CEO_found	0,033	-0,001	0,004	-0,001
	1,400	-0,230	0,170	-0,230
Exp_fct	***-0,003	0,000	**0,002	0,000
	-3,050	-0,200	-2,190	-0,200
Two_tier_b	-0,019	0,006	*-0,031	0,006
	-1,030	1,560	-1,660	1,560
Board_size	0,001	0,001	-0,001	0,001
	0,440	1,250	-0,240	1,250
Board_inde	***0,105	0,004	***0,113	0,004
	2,850	0,460	2,960	0,460
growth	0,003	***-0,008	-0,004	***-0,008
	0,330	-4,230	-0,410	-4,230
size	0,003	0,000	*-0,012	0,000
	0,450	0,310	-1,760	0,310
leverage	0,065	**0,028	0,064	**0,028
	1,190	2,570	1,110	2,570
Ubeta	0,039	**0,012	***0,078	**0,012
	1,390	2,230	2,800	2,230
MOM	0,000	**0,008	0,001	**0,008
	0,020	2,600	0,090	2,600
Observations	330	330	330	330
Effets fixes	oui	oui	oui	oui
R carré ajusté	0,255	0,284	0,208	0,284
Valeur F	9,68	11,03	7,65	11,03

Ce biais d'endogénéité peut être causé d'une part par une variable omise telle qu'une caractéristique non observable du dirigeant relatif à son capital humain ou son parcours. Une autre cause du biais d'endogénéité peut être la simultanéité. Cela signifie que la variable d'intérêt et la variable dépendante s'influencent mutuellement. Dans le cas de la relation entre coût du capital et part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration, il se peut que des actionnaires peu exigeants attirent davantage de relations sociales du dirigeant qui acceptera alors de les nommer au sein de son conseil d'administration par solidarité avec ces derniers. Pour pallier au problème d'endogénéité, nous avons eu recours à la technique des variables instrumentales. Le tableau 14 montre les résultats d'un tel test d'endogénéité. Nous pouvons tout d'abord constater que le coefficient de la variable d'intérêt de la première étape de régression est positif et très significatif sur le plan statistique avec un t de Student dans la plupart des cas supérieur à 5. En ce qui concerne la variable d'intérêt de la seconde étape de régression, cette dernière est également toujours très significative avec un t de Student égal à 3,90. Les modèles sont de qualité dans la mesure où les coefficients R^2 ajustés sont systématiquement supérieurs à 20%. Pris dans leur ensemble, ces résultats suggèrent que la relation entre la part des relations sociales du dirigeant et le coût du capital de la firme n'est pas causée par un biais d'endogénéité.

(b) L'inclusion d'une variable de contrôle supplémentaire relative à la structure de propriété de la firme

Nous souhaitons éprouver la robustesse de notre modèle de base en incluant une variable de contrôle supplémentaire relative à la structure de propriété de la firme. On sait en effet que la structure de propriété est également l'un des déterminants importants du coût du capital d'une firme. Lorsque celle-ci a une structure de propriété concentrée, alors il y a un risque beaucoup plus important de voir apparaître des conflits d'agence entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires. Cela conduit à un accroissement du coût du capital dans la mesure où les actionnaires minoritaires font face à une plus grande incertitude. Il n'existe que très peu de travaux à s'être intéressés à l'influence de la structure de propriété sur le coût du capital. Ainsi, Attig, Guedhami, et Mishra (2008) se sont intéressés à l'influence des détenteurs de blocs d'actions sur le coût du capital. Les auteurs observent que le coût du capital diminue avec la présence, le nombre, et la part des droits de vote des gros actionnaires autre que l'actionnaire principal conduisant à une diminution du coût du capital. En ce qui

nous concerne, les données dont nous disposons ne nous permettent pas de contrôler avec ces variables. En revanche, nous avons choisi d'inclure dans notre modèle de base la part des droits de vote détenus par le premier actionnaire. Les résultats sont consignés dans le tableau suivant. Nous pouvons constater que dans tous les cas de figure, nos résultats initiaux demeurent.

Tableau 15: La place de la structure de propriété dans la relation entre la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et le coût du capital.

	Estimation
Intercept	*0,049 1,820
Sch_ties	***0,041 3,890
CEO_chair	-0,005 -1,420
CEO_found	-0,001 -0,150
Exp_fct	0,000 -0,230
Two_tier_b	*0,006 1,610
Board_size	0,001 1,320
Board_inde	0,008 1,030
Vote_1	0,007 1,240
growth	***-0,008 -4,250
size	0,001 0,390
leverage	**0,029 2,640
Ubeta	**0,014 2,480
MOM	**0,011 2,330
Observations	330
effets fixes	oui
R carré	0,328
Valeur F	8,96

(4) Quelle est l'influence du risque spécifique sur la relation entre la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et les performances exigées par les actionnaires ?

Nous nous interrogeons dans cette partie sur l'influence exercée par le risque spécifique sur la relation entre part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et le coût du capital de la firme. Nous émettons l'hypothèse que la relation est plus forte dans le cas des firmes présentant un faible risque spécifique, alors qu'elle est plus faible pour les firmes présentant un fort risque spécifique. Nous fondons cette hypothèse sur les résultats de Duchin, Matsusaka, et Ozbas (2010). D'après ces derniers, les administrateurs indépendants sont nuisibles aux firmes possédant d'importantes spécificités et ayant un très fort risque spécifique, alors que les firmes ayant un faible risque spécifique et très bien connues des investisseurs profitent de la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration. Cela est dû au fait que les administrateurs indépendants possèdent un niveau d'information inférieure aux administrateurs représentant une partie prenante de la firme. De ce fait, non seulement ces derniers génèrent des coûts d'apprentissage lorsqu'ils prennent connaissance des spécificités de la firme au sein de laquelle ils sont administrateurs, mais ils peuvent également divulguer de l'information d'importance stratégique au public sans y prendre garde ni même le savoir. Cela peut donc empêcher le conseil d'administration de jouer son rôle d'accompagnement stratégique. De ce fait, cela peut occasionner une destruction de valeur pour la firme. En revanche, l'enjeu pour les firmes bien connues des investisseurs est de demeurer vertueuse et suffisamment transparente aux yeux de ces derniers afin de pouvoir bénéficier de faibles coûts de financement. C'est pourquoi le fait de nommer une part importante d'administrateurs indépendants et sachant s'étonner et poser des questions sur les pratiques en vigueur au sein de la firme est important. Cela permet ainsi d'éviter que des pratiques opportunistes puissent se mettre en place au sein de cette dernière. Dans le cas des relations sociales du dirigeant, ces dernières ont un accès privilégié à l'information concernant la firme du fait de leur relation avec le dirigeant et de la solidarité entre eux. Cela est une bonne chose pour les entreprises pouvant faire face à de forts coûts de propriété. Il est en effet nécessaire que le dirigeant puisse disposer d'un accompagnement stratégique de qualité pour pouvoir investir son capital humain efficacement et créer de la valeur. En revanche, cela peut générer des coûts d'agence pour les firmes bien connues des marchés financiers. Ces coûts d'agence occasionnent notamment des coûts de financement plus

importants. En effet, les actionnaires font face à un risque moral en laissant le dirigeant nommer des relations sociales au sein du conseil d'administration. Ces dernières peuvent en effet mettre en place des pratiques opportunistes ayant une finalité d'enracinement du dirigeant et de la partie du noyau dur à laquelle il appartient. Pour faire en sorte de discipliner le dirigeant et ses relations sociales, les actionnaires font en sorte d'exiger des performances plus importantes contre un apport de capitaux propres.

Nous avons choisi de partager notre échantillon en deux groupes suivant deux mesures du risque spécifique. La première mesure est la dispersion des prévisions émises par les analystes financiers. Cet indicateur est collecté dans la base I/B/E/S. La seconde mesure est le risque spécifique calculé sur la base du modèle de marché. Il s'agit de la manière la plus simple de calculer le risque spécifique. En se basant sur le modèle de marché pour calculer le risque spécifique, on considère que ce dernier est la part de risque non explicable par le modèle de marché. On sait tout d'abord que $r_i = \alpha_i + \beta_i R_M + e_i$ donc $\text{Var}(r_i) = (\beta_i)^2 \text{Var}(R_M) + \text{Var}(e_i)$. De ce fait on obtient le risque spécifique :

$$\sigma(e_i) = \sqrt{\text{Var}(r_i) - \beta_i^2 \text{Var}(R_M)}$$

Avec $\text{Var}(r_i)$ la variance de la rentabilité du titre i , β_i le coefficient bêta du titre i , et $\text{Var}(R_M)$ la variance du portefeuille de marché. Le tableau 16 montre les résultats que nous avons obtenus. Nous pouvons observer conformément à ce que nous pensions que le coefficient t de Student est systématiquement plus important lorsque le risque spécifique est plus faible. Cela signifie que les firmes les plus suivies par les investisseurs sont celles qui sont également le plus sanctionnées lorsque le dirigeant nomme des relations sociales au sein de son conseil d'administration. Cela est dû aux coûts d'agence plus importants générés par ces relations sociales. Ces coûts d'agence ne sont pas justifiés par des coûts de propriété, alors que c'est le cas pour les firmes aux activités fortement spécifiques dont les leviers de création de valeur sont des actifs intangibles et des connaissances. La gestion de telles firmes nécessite des connaissances de la part du dirigeant et des administrateurs, c'est pourquoi ces dernières sont moins sanctionnées lorsque le dirigeant choisit de nommer des relations sociales en tant qu'administrateurs dans le but de se faire épauler. Enfin, le succès de ces firmes repose sur la préservation du secret industriel permettant d'éviter les coûts de propriété. Le fait de disposer de relations sociales au sein du conseil d'administration capables de ne rien divulguer au public intentionnellement ou non est la clé d'un tel succès. Notre hypothèse est donc validée.

Tableau 16 : L'influence du risque spécifique sur la relation entre la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et le coût du capital.

	Dispersion des prévisions		Risque spécifique	
	Forte	Faible	Fort	Faible
Intercept	0,032	**0,074	0,076	0,017
	0,650	2,240	1,670	0,480
Sch_ties	**0,040	***0,044	***0,049	***0,043
	2,380	3,210	2,860	3,230
CEO_chair	-0,006	-0,002	-0,009	-0,003
	-0,980	-0,440	-1,590	-0,820
CEO_found	-0,013	0,000	0,001	-0,005
	-1,370	-0,040	0,180	-0,740
Exp_fct	0,000	0,000	0,000	0,000
	-0,770	0,000	-0,280	0,570
Two_tier_b	0,008	0,005	0,003	0,003
	1,230	1,190	0,580	0,590
Board_size	0,001	0,000	0,001	0,000
	1,360	0,870	1,220	0,260
Board_inde	0,007	0,007	0,009	0,000
	0,460	0,730	0,790	-0,050
growth	** -0,009	*** -0,008	** -0,007	*** -0,009
	-2,570	-3,940	-2,620	-2,990
size	0,001	0,000	0,000	0,002
	0,590	-0,260	-0,050	1,330
leverage	**0,040	0,012	*0,034	0,017
	2,140	0,830	1,970	1,120
Ubeta	0,009	0,008	0,000	**0,022
	1,000	1,160	0,030	2,770
MOM	*0,015	0,007	0,010	*0,014
	1,840	1,300	1,500	1,600
Observations	165	165	165	165
Effets fixes	oui	oui	oui	oui
R carré	0,304	0,32	0,303	0,435
Valeur F	3,78	4,25	4,030	7,130

Conclusion

Notre travail avait pour objectif de démontrer que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduisait à une augmentation du coût du capital des firmes. Nous avons basé nos intuitions sur la théorie de l'agence. Nos analyses ont été en grande partie appuyées par les résultats d'Upadhyay (2014). En ce qui concerne les prédictions de la théorie de l'agence, la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduit à un accroissement de l'incertitude dans la mesure où la fonction disciplinaire du conseil d'administration est neutralisée par les relations sociales du dirigeant. Cela accroît l'aléa moral pour les actionnaires car ils ne sont plus en mesure de savoir si les administrateurs accomplissent convenablement leurs missions en vertu du mandat qui leur a été confié. Ce phénomène est d'autant plus fort en France que bon nombre de dirigeants français sont issus de trois grandes écoles principales, à savoir Polytechnique, HEC, et l'ENA. En outre, la France comporte un nombre important de cercles de réflexions pour les dirigeants d'entreprise qui peuvent alors rencontrer d'autres hauts dirigeants et ainsi échanger des informations pouvant fragiliser la position concurrentielle des firmes. Pour éviter de tels abus ainsi que la mise en place de comportements opportunistes, les actionnaires exigent des performances plus importantes en contrepartie de l'apport de fonds propres. D'une certaine manière, cela permet de renforcer la position concurrentielle de la firme. Nous avons procédé à une régression en données de panel avec effets fixes temporels qui a montré que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduit à un accroissement du coût du capital de la firme. Cet accroissement est d'autant plus fort que la firme est fortement dépendante des marchés financiers. En revanche, le coût du capital augmente dans une moindre mesure en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration lorsque la firme possède un fort risque spécifique. La gestion d'une firme possédant un fort risque spécifique nécessite des connaissances importantes pour créer de la valeur. C'est pourquoi le dirigeant a besoin d'administrateurs possédant également de solides connaissances s'il souhaite être épaulé efficacement. Cela évite en outre les coûts de propriété dans la mesure où des informations stratégiques pour la firme ont beaucoup moins de chances d'être divulguées auprès du public, intentionnellement ou par mégarde. Nous nous sommes ensuite demandé si une telle relation était due à un problème d'endogénéité. Pour ce faire nous avons eu recours à la technique des variables instrumentales. Nos résultats suggèrent que la relation n'est pas causée par un biais d'endogénéité. Enfin, nos résultats ne

sont pas non plus modifiés par l'inclusion d'une variable de contrôle relative à la structure de propriété de la firme.

2. L'influence de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la performance

Introduction

Quelle est l'influence du réseau social du dirigeant sur la performance de la firme ? De nombreux travaux ont été menés sur ce sujet, mais aucune relation clairement définie n'a été établie entre réseau social du dirigeant et performance de la firme. Il faut néanmoins préciser que seul un certain type de relation entre dirigeants et administrateurs a été étudiée, à savoir les relations créées du fait d'un cumul des mandats par certains dirigeants et administrateurs. Cela ne signifie pas nécessairement que les liens de tout type entre dirigeants et administrateurs n'ont pas d'influence sur la performance. Par exemple, Ferris, Jagannathan et Pritchard (2003) montrent que le fait d'avoir des administrateurs cumulant de nombreux mandats n'accroît que très légèrement la valeur de la firme. En revanche, Yeo, Pochet, et Alcouffe (2003) montrent dans le cas français et de façon beaucoup plus claire que les administrateurs siégeant à de nombreux conseils d'administration accroissent de façon significative la valeur de la firme. Nous émettons pour notre part l'hypothèse que la performance comptable de la firme s'accroît avec la part des membres du conseil d'administration qui appartiennent aux mêmes réseaux d'anciens que le dirigeant lorsque les besoins d'accompagnement de la firme sont importants. En revanche, la performance diminue avec la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration lorsque les besoins d'accompagnement stratégiques de la firme et de son dirigeant sont faibles. Notre travail se base sur la théorie de la dépendance aux ressources ainsi que la théorie de l'agence. Nous avons choisi de fonder notre étude sur la performance comptable dans la mesure où une mesure comptable de la performance financière, ou plus exactement sa pertinence, n'est pas tributaire du niveau d'efficacité des marchés financiers, comme c'est le cas du Q de Tobin qui est le plus souvent retenu. De surcroît, comme l'expliquent Dybvig et Warachka (2010), le Q de Tobin pose encore d'autres problèmes, notamment à cause du capital investi mesuré par le dénominateur de cet indicateur. En effet, un dirigeant enraciné au sein de la firme peut choisir de profiter de sa situation en sous-investissant. De ce fait, une telle politique d'investissement est sous-optimale pour la firme, ce qui la conduit à détruire de la valeur alors

que le Q de Tobin augmente. De plus, lorsque la firme est bien gouvernée, le Q de Tobin peut évoluer de deux façons différentes : soit il diminue car la firme investit convenablement, soit il augmente car la firme fait en sorte de réduire ses coûts. Ainsi, le Q de Tobin est une mesure dont les variations sont difficilement interprétables. C'est pourquoi Dybvig et Warachka recommandent d'utiliser des mesures comptables de la performance des firmes.

Notre travail montre clairement que les conseils d'administration permettant une coopération entre le dirigeant et les administrateurs accroissent la performance opérationnelle de la firme. Nous montrons ainsi que le type de réseau social importe dans la relation entre réseau social du dirigeant et la performance de la firme. La coopération entre le dirigeant et les administrateurs sera beaucoup plus efficace dans la mesure où il existe une proximité cognitive entre le dirigeant et les administrateurs concernés du fait de la similitude de leurs expériences et très souvent de leur milieu d'origine. Enfin, il est important de différencier les firmes suivant les besoins d'accompagnement stratégique de leurs dirigeants lorsque l'on étudie la relation entre part des relations sociales du dirigeant et performance. Notre travail s'organise de la façon suivante : la première partie procède à une revue de la littérature, puis nous présentons notre méthodologie de recherche, et enfin nous exposons nos résultats et les tests de robustesse auxquels nous avons procédé. Nous discutons ces résultats au regard de la littérature existante. Enfin la dernière partie conclut.

a) **L'influence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la performance de la firme : une revue de la littérature.**

Peu de travaux ont été menés sur ce sujet. Pour l'essentiel, ces derniers traitent des connections externes que possèdent les dirigeants. Les quelques résultats existants sont plutôt contrastés. Parmi les premiers à avoir mené de tels travaux, mais dans le cas de firmes de venture capital et des interconnections dont elles disposent, Hochberg, Ljungqvist, et Lu (2007) étudient l'influence des interconnections entre firmes de venture capital sur la performance des fonds gérés. Les auteurs montrent que les firmes de venture capital les mieux connectées sont celles dont les fonds ont les meilleures performances. Le rôle d'intermédiaire joué par les firmes de venture capital permet aux firmes et à leurs dirigeants d'être mieux conseillés et d'avoir un accès facilité à des ressources et à des marchés. De même, les meilleures firmes de venture capital peuvent permettre aux firmes dans lesquelles elles

investissent d'avoir des administrateurs adaptés aux caractéristiques du dirigeant qui prodigueront à ce dernier des conseils de qualité. Dans la même lignée, les travaux de Cohen, Frazzini, et Hubbard (2008) étudient de quelle façon l'information circule au sein d'un réseau d'anciens. Ils s'intéressent aux résultats des stratégies de gérants de fonds mutualistes. Les auteurs constatent que les gérants mettent en place des stratégies beaucoup plus rémunératrices avec les titres des firmes au sein desquelles ils possèdent des connaissances qui sont diplômées des mêmes universités. Ainsi, les portefeuilles des gérants ayant des connections au sein des firmes qu'ils sélectionnent ont un excès de performance égale à 7,8% par an. L'excès de performance est obtenu grâce à des transactions effectuées peu avant des annonces spécifiques aux firmes suivies. Cela montre bien de quelle façon l'information circule au sein d'un réseau, et que les dirigeants concernés savent profiter de cet accès privilégié à l'information. On peut ainsi mettre en parallèle ces résultats avec ceux de Shue (2013), même si cette dernière trouvait que les relations entre dirigeants ne permettaient pas nécessairement de créer de la valeur. Un article d'Engelberg, Gao, et Parsons (2012) met en évidence le fait que la performance de la firme s'accroît fortement à la suite de la mise en place d'un contrat de dette avec une banque dont les membres de l'équipe de gestion est en relation avec l'équipe de gestion de la firme concernée. Les liens étudiés concernent le fait d'appartenir au même réseau d'anciens étudiants d'une université. Les auteurs interprètent cela comme le résultat d'un meilleur suivi de la part de la banque dans la mesure où certaines personnes de son équipe de gestion connaissent des personnes au sein de l'équipe de gestion de la firme emprunteuse. Ainsi l'information circule davantage entre la banque et la firme, ce qui permet à chacun de s'adapter à l'autre.

D'autres travaux donnent des résultats plus contrastés. C'est le cas de ceux de Kuhnen (2009). Cette dernière travaille sur des données relatives à des sociétés de gestion de fonds mutualistes. L'auteur se demande si les liens sociaux existant entre les membres du conseil d'administration et l'équipe de gestion est source de création de valeur du fait d'un transfert d'informations facilité entre l'équipe de gestion et les administrateurs, ou bien si de tels liens sociaux sont sources de conflits d'agence et de destruction de valeur pour les détenteurs de parts. Finalement l'existence de liens sociaux entre l'équipe de gestion et les membres du conseil d'administration est sans effet sur la valeur créée par les gérants des fonds. L'auteur interprète cela comme le fait que les coûts d'agence occasionnés par les liens sociaux sont compensés par les bénéfices informationnels permettant la mise en place de meilleures stratégies de gestion. Les résultats de Schmidt (2013) sont beaucoup plus nuancés. Il se

demande si l'indépendance et l'objectivité véritable du conseil d'administration est véritablement bénéfique pour les actionnaires. Son intuition est que l'indépendance du conseil d'administration est néfaste pour les actionnaires lorsque le dirigeant a besoin d'être conseillé. L'auteur procède en étudiant la réaction du marché vis-à-vis de l'acquéreur à l'annonce d'une opération de fusion-acquisition. Pour mesurer l'indépendance véritable du conseil d'administration, l'auteur calcule la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. Tous les types de relations sociales sont considérés. Finalement, l'auteur montre que l'indépendance véritable du conseil d'administration est associée avec une réaction positive du marché lorsque le dirigeant de l'entreprise acquéreuse a davantage besoin de conseil. En revanche, le marché réagit négativement lorsque les actionnaires jugent que le suivi du dirigeant est plus important. De tels résultats sont à rapprocher de ceux de Duchin Matsusaka, et Ozbas (2010) et suggèrent que les effets de la composition du conseil d'administration sur la création de valeur dépendent des besoins de la firme.

D'autres travaux indiquent en revanche que le côté amical du conseil d'administration détruit de la valeur. Tout d'abord, les travaux de Subrahmanyam (2008) prédisent à l'aide d'un modèle que les similitudes sociales des administrateurs et du dirigeant favorisent la création de liens sociaux entre ces derniers, ce qui a pour conséquence la diminution de la valeur de la firme. En effet, les administrateurs ont pour but la préservation de leur capital social, ce qui implique un moindre suivi de leur part et cela permet au dirigeant de mettre en place des stratégies destructrices de valeur pour les actionnaires. De plus, le dirigeant peut plus aisément détourner des ressources dans la mesure où les administrateurs n'ont pas intérêt à s'opposer à cela et à sanctionner le dirigeant car dans ce cas ils perdraient leur capital social. Néanmoins, lorsque le dirigeant a besoin d'être conseillé, le fait pour le dirigeant d'avoir des membres de son réseau lui permet de créer de la valeur pour ses actionnaires. Par conséquent, la nomination d'un nouvel administrateur peut être vu comme le résultat optimal d'un arbitrage entre le fait d'avoir moins de suivi du dirigeant et le fait d'avoir un dirigeant créateur de valeur. L'auteur valide empiriquement son modèle en se basant sur des données américaines. De même, les travaux de Fracassi et Tate (2012) puis Kramarz et Thesmar (2013) montrent que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration est fortement associée à une importante diminution de la valeur de la firme. Fracassi et Tate (2012) étudient dans leur article les conséquences de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la politique financière de la firme. Tous les types de relations sociales sont pris en compte. Un indice global des relations sociales du

dirigeant au sein du conseil d'administration est créé. Les auteurs montrent que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration diminue significativement le rôle de suivi du conseil d'administration, tout particulièrement lorsqu'aucun autre mécanisme de gouvernance existe pour imposer des contraintes disciplinaires au dirigeant. Cela permet ainsi au dirigeant de se lancer dans une politique d'acquisitions destructrice de valeur pour les actionnaires. Les travaux de Kramarz et Thesmar (2013) étudient dans le cas de la France les conséquences de la présence de connaissances du dirigeant issues des mêmes Grandes Ecoles sur la valeur de la firme. Ces derniers observent que lorsque le dirigeant et certains administrateurs sont issus des mêmes Grandes Ecoles alors le dirigeant détruit de la valeur en procédant à des acquisitions coûteuses pour la firme. De plus, les membres du réseau du dirigeant au sein du conseil d'administration lui permettent de s'enraciner et d'enraciner le réseau auquel ils appartiennent. De tels administrateurs font en sorte que le dirigeant ne soit pas limogé en cas de mauvaises performances.

b) Méthodologie de recherche

Cette partie présente notre méthodologie de recherche. Tout d'abord, nous décrivons notre modèle de régression ainsi que les tests que nous souhaitons mener pour pallier aux problèmes d'endogénéité relatifs à d'éventuelles variables omises. Puis nous décrivons nos mesures de performance et nous en justifions le choix. Ensuite, nous décrivons notre mesure du réseau social du dirigeant au sein du conseil d'administration. Nous présentons enfin nos données et la façon dont nous les avons collectées.

(1) Le modèle de régression employé

La variable dépendante du modèle est la performance mesurée à l'aide de la rentabilité de l'actif (Return On Assets ou ROA). Pour s'assurer de la robustesse de nos résultats, nous faisons également les tests avec la rentabilité économique (Return On Equity ou ROE) ainsi qu'avec la rentabilité des capitaux employés (Return On Capital Employed ou ROCE). La variable d'intérêt est l'importance du réseau social du dirigeant au sein du conseil d'administration.

Ces variables seront présentés plus en détail par la suite. On peut écrire le modèle comme suit :

$$PERFORMANCE_{i,t} = a_0 + a_{i,t}SCH_TIES_{i,t} + Controles_{i,t}$$

Les variables de contrôle que nous employons concernent la gouvernance de la firme ainsi que les caractéristiques financières de cette dernière. Les variables de contrôle relatives à la gouvernance comprennent la dualité du conseil d'administration, sa taille, son degré d'indépendance. En effet, Core, Holthausen, et Larcker (1999) montrent que l'efficacité du suivi par le conseil d'administration d'accroît avec la taille de ce dernier. Cela implique donc que la performance de la firme pourra s'améliorer. On peut donc s'attendre à une relation croissante entre taille du conseil d'administration et performance. De surcroît, Hermalin et Weisbach (2011) montrent que l'efficacité du suivi s'accroît avec le niveau d'indépendance du conseil d'administration. Cela implique donc que la performance de la firme s'améliorera. Néanmoins, les travaux de Duchin, Matsusaka, et Ozbas (2010) viennent nuancer ces résultats en montrant que l'indépendance du conseil d'administration détruit de la valeur pour les firmes dont le dirigeant aura besoin d'être conseillé, alors que l'indépendance du conseil d'administration créera de la valeur pour les firmes nécessitant un suivi disciplinaire strict. Enfin, Coles, McWilliams et Sen (2001) trouvent que les firmes dont les conseils d'administration ont une forme duale permettent à ces dernières d'avoir de meilleures performances comptables. Par conséquent, on peut s'attendre à un accroissement de la performance comptable avec la dualité du conseil d'administration. Les variables de contrôle relatives aux caractéristiques financières de la firme comprennent la taille de la firme, son niveau d'endettement, ses opportunités de croissance, ainsi que la volatilité de son cours boursier. Nous incluons également des effets fixes temporels. Nous ne pouvons pas contrôler par l'appartenance sectorielle du fait du trop petit nombre de firmes que nous avons dans notre échantillon. Dans un deuxième temps, nous avons inclus dans ce modèle plusieurs variables relatives aux caractéristiques du dirigeant. Nous pensons notamment au fait que le conseil d'administration soit présidé ou non par le dirigeant lui-même. Le fait de présider le conseil d'administration permet au dirigeant d'avoir la possibilité d'influencer la capacité de jugement des autres administrateurs. Il peut ainsi plus facilement faire accepter des décisions pouvant servir ses intérêts propres et détruire de la valeur pour les actionnaires. Nous pensons également au fait que le dirigeant soit le fondateur de la firme. Enfin, nous pensons au temps passé en fonction par le dirigeant. Dans ces deux derniers cas, le dirigeant a la possibilité d'investir son capital humain dans la firme. De ce fait, cela lui donne la possibilité de connaître plus finement les processus de création de valeur à l'œuvre au sein de la firme.

Ainsi, deux possibilités s'offrent à lui, à savoir le fait de profiter de ces derniers pour détourner des richesses avec une diminution de la valeur de la firme, ou bien le fait de profiter de ses connaissances pour créer de la valeur pour les actionnaires. Nous maintenons également ces variables dans nos tests de robustesse.

(2) Mesure de la performance financière

Le choix d'une mesure pertinente de la performance financière est fondamental pour la qualité de notre recherche et l'interprétation de nos résultats. Au lieu de mesurer la performance financière à l'aide du Q de Tobin, nous avons choisi de mesurer cette dernière à l'aide de la rentabilité de l'actif (Return On Assets ou ROA). Pour s'assurer de la robustesse de nos résultats, nous avons également mesuré la performance financière à l'aide de la rentabilité économique (Return On Equity ou ROE) et de la rentabilité des capitaux employés (Return On Capital Employed ou ROCE). Nous avons calculé la rentabilité de l'actif comme le résultat d'exploitation (Earnings Before Interests and Taxes ou EBIT) divisé par l'actif total de la firme (Total Assets ou TA). Nous avons calculé la rentabilité économique comme le résultat d'exploitation divisé par la valeur comptable des capitaux propres (Shareholders' Equity). Enfin, nous avons calculé la rentabilité des capitaux employés comme le résultat d'exploitation divisé par l'actif total auquel on a soustrait le passif circulant (Current Liabilities). On a donc :

$$ROA_{i,t} = \frac{EBIT_{i,t}}{TA_{i,t}} \quad ROE_{i,t} = \frac{EBIT_{i,t}}{SE_{i,t}} \quad ROCE_{i,t} = \frac{EBIT_{i,t}}{(TA_{i,t} - CL_{i,t})}$$

Nous avons exposé en introduction les motifs pour lesquels il est préférable de choisir des mesures comptables de la performance, notamment lorsque l'on traite de gouvernance d'entreprise. Nous pensons également que l'utilisation de telles mesures de performance est préférable dans la mesure où le Q de Tobin est une variable dont la pertinence dépend fondamentalement du niveau d'efficacité des marchés financiers. En effet, le Q de Tobin indique seulement l'importance des opportunités de croissance de la firme, or ces dernières sont précisément mesurées sur la base des anticipations des investisseurs qui sont reflétées dans les cours boursiers. Moins les marchés sont efficaces, moins le Q de Tobin est porteur de sens. Le Q de Tobin n'indique donc pas la performance réalisée par la firme, à savoir les fruits des efforts du dirigeant et de son équipe de gestion, mais davantage la performance

anticipée par le marché. Ainsi, en mesurant la performance à l'aide du Q de Tobin, nous risquerions d'établir une relation fallacieuse entre la performance de la firme et l'importance du réseau du dirigeant au sein du conseil d'administration, ou bien au contraire de ne trouver aucune relation entre ces deux variables alors même qu'il existe une relation entre ces dernières. Nous ferions de surcroît une confusion avec le coût du capital vu précédemment. En effet, on ne sait pas si la rentabilité boursière est le reflet du coût du capital ou bien de la révision des anticipations formulées par les investisseurs.

c) Statistiques descriptives

Les statistiques descriptives sont présentées dans le tableau 17 ci-dessous.

Tableau 17 : Statistiques descriptives concernant la relation entre part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et performance

Variable	Observations	Moyenne	Écart-type	Min	25e cent	Médiane	75e centile	Max
ROA	359	0.068	0.079	-0.597	0.043	0.068	0.099	0.334
ROE	359	0.178	0.227	-2.156	0.127	0.189	0.272	1.306
ROCE	359	0.105	0.110	-0.721	0.069	0.106	0.154	0.484
Sch_Ties	359	0.106	0.131	0.000	0.000	0.059	0.214	0.571
Size	359	22.624	1.420	18.368	21.493	22.614	23.832	25.783
MtB	359	1.442	0.759	0.683	1.030	1.208	1.566	8.090
Lev	359	0.258	0.142	0.000	0.152	0.248	0.348	0.623
Exp_Fct	359	8.367	9.429	0.000	2.000	5.000	11.000	47.000
CEO_Chairm	359	0.499	0.501	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
CEO_found	359	0.128	0.335	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
Two_tier_b	359	0.256	0.437	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
Board_size	359	2.449	0.316	1.386	2.303	2.485	2.639	3.045
Board_inde	359	0.505	0.197	0.095	0.375	0.500	0.636	1.000
Stock_volat	359	0.376	0.137	0.148	0.274	0.355	0.467	1.019

Les variables ROA, ROE, et ROCE ont déjà été présentées plus haut. La variable Sch_ties est la part des administrateurs appartenant aux mêmes réseaux d'anciens que le dirigeant. La variable Size est le logarithme de la capitalisation boursière de la firme. La variable MtB est le ratio Market to Book calculé comme l'actif total moins la valeur comptable des fonds

propres plus la capitalisation boursière le tout divisé par l'actif total. La variable Lev est le taux d'endettement de la firme calculé comme la valeur comptable des dettes totales divisée par les actifs totaux. La variable Exp_Fct est le temps passé en fonction par le dirigeant. La variable CEO_Chairm est une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque le dirigeant préside également le conseil d'administration et 0 sinon. La variable CEO_found est une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque le dirigeant est également fondateur de la firme et 0 sinon. La variable Two_tier_b est une variable binaire prenant la valeur 1 si le conseil d'administration est constitué d'un directoire et d'un conseil de surveillance. La variable Board_size est la taille du conseil d'administration calculée comme le logarithme du nombre d'administrateurs. La variable Board_inde est la part des administrateurs indépendants au regard du code AFEP-MEDEF. Enfin, la variable Stock_Volat est la volatilité annualisée de l'action de la firme calculée sur la base des rendements boursiers journaliers de l'action de la firme.

d) Présentation, robustesse, et discussion des résultats

(1) Présentation des résultats

Le tableau 18 présente les résultats dans le cas où l'on ne tient pas compte des autres caractéristiques du dirigeant. Nous constatons que le coefficient associé à la variable mesurant l'importance du réseau du dirigeant au sein du conseil d'administration est dans tous les cas positif et statistiquement significatif au seuil de 1%. Dans le détail, ce coefficient est de 0,080 dans le cas du ROA. Le t de Student correspondant est de 2,94. Pour le ROE, le coefficient correspondant est de 0,238 avec un t de Student de 2,71. Enfin, pour le ROCE, le coefficient correspondant est de 0,110 avec un t de Student de 2,88. En ce qui concerne les autres variables de contrôle, nous constatons comme Coles et al. (2001) que la performance comptable de l'entreprise s'accroît lorsque l'organe de surveillance possède une forme duale avec un directoire et un conseil de surveillance. L'effet est dans la plupart des cas statistiquement significatif au seuil de 1%. Dans le détail, le coefficient de cette variable associé au ROA est de 0,022 et le t de Student est de 2,64. En ce qui concerne le ROE, le coefficient est de 0,045 et le t de Student est de 1,66. Enfin, dans le cas du ROCE, le coefficient est de 0,036 avec un t de Student de 3,05. En ce qui concerne la taille et l'indépendance du conseil d'administration, aucune de ces variables n'a un effet statistiquement significatif sur la performance comptable. Ces résultats sont donc contraires à

ceux déjà existants. Les résultats ne changent pas véritablement lorsque l'on introduit les variables relatives aux caractéristiques du dirigeant comme le montre le tableau 3. Parmi ces dernières, seul le fait que le dirigeant soit également le fondateur de la firme a une influence sur la performance comptable de la firme. On constate plus précisément que le fait que le dirigeant soit fondateur s'accompagne d'une diminution de la performance comptable de la firme. Cette diminution est dans la plupart des cas significative au seuil de 1%. Plus en détail, le fait que le dirigeant soit fondateur s'accompagne d'une diminution de 0,034 du ROA et le t de Student associé est de -2,73. Dans le cas du ROE, la diminution de performance est non significative. Enfin, dans le cas du ROCE, le fait que le dirigeant soit fondateur s'accompagne d'une diminution de performance de 0,048. Le t de Student associé est de -2,72.

Tableau 18 : Relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et performance

	ROE	ROE	ROA	ROA	ROCE	ROCE
Intercept	-0,089	-0,063	0,044	0,072	0,052	0,036
	-0,370	-0,280	0,610	1,050	0,510	0,370
Sch_ties_d	0,061**		0,022***		0,037***	
	2,470		2,940		3,490	
Sch_ties		0,252***		0,079***		0,110***
		2,800		2,890		2,830
CEO_chair	-0,016	-0,014	-0,009	-0,006	-0,008	-0,004
	-0,520	-0,470	-0,970	-0,650	-0,600	-0,330
CEO_found	-0,056	-0,050	-0,035***	0,000	-0,052***	-0,048**
	-1,380	-1,220	-2,780	1,010	-2,970	-2,720
Exp_fct	0,002	0,002	0,001	-0,034**	0,001*	0,001
	1,550	1,450	1,140	-2,730	1,640	1,330
Two_tier_b	0,033	0,033	0,013	0,016	0,029**	0,030**
	1,010	1,010	1,310	1,570	2,100	2,100
Board_size	-0,005	-0,038	-0,001	0,000	-0,001	0,008
	-1,030	-0,780	-0,830	-0,010	-0,480	0,370
Board_inde	-0,067	-0,074	-0,032	-0,033*	-0,051*	-0,047*
	-1,020	-1,130	-1,600	-1,680	-1,830	-1,680
growth	0,051***	0,053***	0,029***	0,004	0,034***	0,035***
	3,020	3,170	5,600	1,140	4,710	4,860
size	0,020*	0,021*	0,006*	0,029***	0,009*	0,008*
	1,780	1,850	1,710	5,710	1,810	1,650
leverage	0,090	0,104	-0,047*	-0,032	-0,151***	-0,135***
	0,990	1,160	-1,710	-1,210	-3,900	-3,500
Stock_volatility	-0,628***	-0,629***	-0,320***	-0,313***	-0,396***	-0,387***
	-5,410	-5,400	-9,060	-8,800	-7,950	-7,670
Observations	359	359	359	359	359	359
Effets fixes	oui	oui	oui	oui	oui	oui
R carré	0,203	0,207	0,400	0,392	0,380	0,373
Valeur F	5,820	5,980	15,200	14,710	14,030	13,610

(2) Discussion des résultats de base

Nos résultats sont dans la lignée de la littérature en faveur d'une relation croissante entre le réseau social du dirigeant et la performance comptable. Cela est contraire à l'intuition selon laquelle la sympathie des conseils d'administration français à l'égard des dirigeants s'accompagne d'une destruction de valeur pour les actionnaires du fait d'un mauvais gouvernement d'entreprise qui favoriserait l'enracinement du dirigeant et l'inciterait à mettre en place des stratégies servant uniquement ses intérêts personnels. Nos résultats ont des implications sociales importantes. Ainsi, nous montrons que les relations sociales du dirigeant issues des mêmes universités permettent à la firme d'avoir de meilleures performances comptables. De telles relations sociales permettent d'établir une relation de confiance entre le dirigeant et les administrateurs, condition nécessaire à la coopération entre ces derniers. Cette coopération est d'autant plus efficace que le dirigeant et les administrateurs appartiennent au même milieu social et possèdent un vécu commun.

Néanmoins, nous devons interpréter avec d'autant plus de précautions nos résultats que notre échantillon est de petite taille, tant sur le plan du nombre de firmes que sur le plan de la plage temporelle. Or nous savons grâce aux travaux de Duchin, Matsusaka, et Ozbas (2010) et de Schmidt (2013) que l'influence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la performance de la firme dépend des besoins du dirigeant. Les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sont d'autant plus créatrices de valeur que le besoin d'accompagnement stratégique du dirigeant est important. En revanche, ces mêmes relations sociales ont un effet néfaste sur la performance lorsque le conseil d'administration doit avoir un rôle de surveillance disciplinaire renforcé et ainsi faire preuve de fermeté à l'encontre du dirigeant. Nos firmes sont des firmes de grande taille arrivées à maturité et disposent d'assez peu d'opportunités de croissance. On pourrait donc s'attendre à ce que les actionnaires de ces dernières demandent un encadrement disciplinaire fort du dirigeant par les administrateurs. Or il se trouve que nos données ont été collectées dans un intervalle de temps marqué par une très forte incertitude du fait de la crise économique. Par conséquent, les dirigeants ont besoin des conseils de ses relations sociales. Il faudrait que l'on puisse reprendre ces études sur des données supplémentaires couvrant une période plus étendue afin d'en savoir davantage sur l'influence du contexte. Nous laissons cela pour des recherches futures.

(3) Etude de la robustesse des résultats

(a) Le problème de l'endogénéité

Nous pensons qu'il peut y avoir des problèmes d'endogénéité dans notre test. En effet, il se peut que la relation entre l'importance des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et la performance de la firme soit influencée par un paramètre non observable dont on n'a pas tenu compte dans le modèle de régression précédent. Dans le cas présent, les caractéristiques concernent avant tout le dirigeant et son parcours. Une telle caractéristique dont on n'a pas tenu compte précédemment peut influencer l'importance des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. Pour pallier au problème d'endogénéité, nous avons eu recours à la technique des variables instrumentales. Une telle méthode consiste à trouver une variable corrélée à notre variable d'intérêt, à savoir la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration, et non corrélée à notre variable dépendante, à savoir la performance financière. Nous avons donc choisi d'instrumenter la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration à l'aide d'une variable binaire égale à 1 si le dirigeant appartient à un grand corps d'Etat et 0 sinon. Une telle variable est un bon instrument dans la mesure où chaque grand corps d'Etat est très fermé et possède un nombre très restreint de membres. En effet, seuls les meilleurs étudiants issus des meilleures Grandes Ecoles ont la possibilité d'intégrer un grand corps d'Etat. Cela confère ainsi au dirigeant un prestige social très important lui permettant d'influencer les autres administrateurs afin que ces derniers acceptent des décisions en faveur du dirigeant, notamment le fait de nommer des administrateurs issus du même grand corps d'Etat que lui. Cela donne ainsi au dirigeant la possibilité de renforcer son influence au sein du conseil d'administration dans la mesure où les liens tissés entre tous les membres d'un grand corps d'Etat sont très forts. Ainsi, la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration est positivement corrélée avec le fait d'appartenir à un grand corps d'Etat. Par souci de robustesse, nous avons également utilisé comme instrument la moyenne sectorielle de la part des relations sociales du dirigeant présentes au sein du conseil d'administration. Le tableau 19 montre les résultats concernant l'endogénéité et les résultats de nos régressions en doubles moindres carrés ordinaires. Le modèle 1 montre les résultats de la première étape de régression, à savoir la régression de la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration en fonction de notre instrument, à savoir l'appartenance ou non à un grand corps d'Etat.

Tableau 19 : Performances et relations sociales, l'utilisation de variables instrumentales

	sch_ties	ROE	ROA	ROCE	sch_ties	ROE	ROA	ROCE
Intercept	0,168	17,724	6,804	12,728	6,079	18,318	7,392	13,459
	1,210	1,110	1,350	1,800	0,700	1,160	1,650	2,080
Gd_Corps	0,085***							
	5,130							
Sch_ties_av					0,991***			
					8,010			
Sch_ties		0,238**	0,065**	0,100**		0,226**	0,052**	0,084**
		2,620	2,250	2,460		2,490	2,030	2,260
CEO_chair	0,044**	-0,022	-0,014	-0,011	0,060***	-0,021	-0,012	-0,010
	2,550	-0,740	-1,410	-0,840	3,740	-0,710	-1,460	-0,810
CEO_found	-0,018	-0,060	-0,039***	-0,057***	0,026	-0,051	-0,030**	-0,045**
	-0,780	-1,460	-2,980	-3,090	1,120	-1,250	-2,560	-2,700
Exp_fct	-0,001	0,003*	0,001*	0,001**	-0,002**	0,003*	0,001*	0,001**
	-1,610	1,920	1,820	2,100	-2,790	1,820	1,670	1,970
Two_tier_b	-0,027	0,033	0,012	0,028*	-0,018	0,030	0,009	0,024*
	-1,430	0,990	1,100	1,870	-1,000	0,920	0,970	1,820
Board_size	-0,001	-0,002	0,000	0,001	0,001	-0,001	0,001	0,002
	-0,360	-0,450	0,030	0,400	0,430	-0,280	0,650	0,960
Board_inde	0,122***	-0,087	-0,042**	-0,062**	0,127***	-0,073	-0,028	-0,045*
	3,280	-1,320	-2,010	-2,110	3,590	-1,120	-1,520	-1,670
growth	-0,012	0,053***	0,030***	0,035***	0,000	0,061***	0,037***	0,044***
	-1,220	3,110	5,470	4,620	0,000	3,540	7,580	6,290
size	-0,005	0,021*	0,007*	0,010*	0,006	0,019*	0,004	0,007
	-0,820	1,840	1,810	1,890	0,910	1,650	1,330	1,460
leverage	0,012	0,123	-0,028	-0,125***	0,028	0,123	-0,029	-0,125***
	0,240	1,370	-1,000	-3,110	0,570	1,380	-1,130	-3,410
Stock_volatility	0,007	-0,419***	-0,188***	-0,234***	-0,001	-0,355***	-0,125***	-0,155***
	0,140	-4,740	-6,720	-5,950	-0,020	-3,910	-4,830	-4,160
Observations	359	359	359	359	358	358	358	358
effets fixes	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui
R carré ajusté	0,172	0,148	0,305	0,289	0,248	0,128	0,315	0,295
Valeur F	7,770	6,190	14,080	13,150	10,830	5,350	14,690	13,460

Nous pouvons constater comme nous l'anticipions que le fait pour le dirigeant d'appartenir à un grand corps d'Etat accroît l'importance des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. Plus précisément, le coefficient associé à notre instrument est de 0,085. L'effet sur la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration est donc important. La statistique de Fisher pour cette première étape de régression est de 7,77 ce qui nous indique que la régression est valide. Ensuite, les modèles 2, 3 et 4 montrent les résultats de la seconde étape de la régression, à savoir la régression de la performance financière en fonction de la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration que l'on a estimé dans la première étape grâce à notre variable instrumentale. Nous pouvons constater que les résultats restent les mêmes par rapport au modèle de régression linéaire testé dans un premier temps. En effet, la part des relations sociales du dirigeant au sein d'administration conduit à un accroissement de la performance financière. Les résultats sont significatifs au seuil de 5% pour les modèles 2 et 4, tandis qu'ils sont significatifs au seuil de 1% pour le modèle 3. Les résultats sont très similaires lorsqu'on utilise la moyenne sectorielle de la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. D'une manière générale, ces résultats suggèrent que l'influence positive de la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration n'est pas causée par un biais d'endogénéité.

(b) L'utilisation d'une variable de contrôle supplémentaire concernant la structure de propriété

Nous cherchons à savoir si nos résultats restent valides lorsque l'on inclut des variables de contrôles relatives à la structure de propriété de la firme. En effet, une littérature abondante traite de l'influence de la structure de propriété de la firme sur la performance de cette dernière. Tout d'abord, Thomsen et Pedersen (2000) étudient l'influence de la structure de propriété sur la performance dans le cas de 435 firmes européennes. Plus précisément, les auteurs s'intéressent à la concentration du capital et à l'identité des actionnaires les plus importants. D'après leurs résultats, la concentration du capital conduit à un accroissement significatif de la performance. En outre, la nature de l'actionnaire modère la relation entre concentration du capital et performance. La relation est ainsi plus forte lorsque l'actionnaire majoritaire est un investisseur institutionnel. Par la suite, Demsetz et Villalonga (2001) sont venus préciser ces résultats dans le cas de firmes américaines. Les résultats de ces derniers ont montré, contrairement à ceux de Thomsen et Pedersen (2000), que la structure de propriété

n'avait aucune influence sur la performance, ce qui indique qu'un actionnariat concentré possède des coûts et des bénéfices qui se compensent. Ensuite, Maury et Pajuste (2005) procèdent à un travail similaire sur des firmes finlandaises en ayant auparavant modélisé l'influence de la présence de gros actionnaires au capital de la firme sur la performance financière. Les auteurs montrent que la concentration du capital de la firme conduit à un accroissement de la performance de cette dernière. D'une façon générale, les travaux sur le sujet suggèrent que la concentration du capital s'accompagne d'un accroissement de la performance de la firme du fait d'une gouvernance de meilleure qualité. Nous avons donc inclus dans le modèle de base des variables de contrôle concernant la structure de propriété de la firme. Plus précisément, nous avons inclus le niveau des droits de vote du premier actionnaire. Le tableau 20 montre que nos résultats restent robustes malgré l'inclusion de cette variable de contrôle supplémentaire.

Tableau 20 :Performance et relations sociales,l'inclusion de variables de contrôles concernant la structure de propriété

	ROE	ROA	ROCE
Intercept	0,008	0,011	0,009
	0,030	0,130	0,070
Sch_ties	0,247***	0,074***	0,110***
	2,800	2,680	2,820
CEO_chair	-0,014	-0,007	-0,004
	-0,470	-0,780	-0,290
CEO_found	-0,047	-0,029**	-0,041**
	-1,090	-2,170	-2,160
Exp_fct	0,002*	0,000	0,001
	1,600	0,840	1,240
Vote_1	-1,150	0,024	0,097
	-1,270	1,140	0,240
Two_tier_b	0,035	0,012	0,028**
	1,050	1,230	1,950
Board_size	-0,003	-0,001	0,000
	-0,640	-0,400	0,010
Board_inde	-0,116	-0,021	-0,046
	-1,590	-0,920	-1,460
size	0,020*	0,007*	0,010**
	1,750	1,860	2,000
leverage	0,096	-0,040	-0,138***
	1,060	-1,450	-3,530
growth	0,055***	0,028***	0,034***
	3,260	5,480	4,670
Stock_volatility	-0,649***	-0,313***	-0,391***
	-5,560	-8,750	-7,720
Observations	359	359	359
effets fixes	oui	oui	oui
R carré	0,213	0,400	0,375
Valeur F	5,120	12,580	11,350

e) **Le niveau d'incertitude dont la firme fait l'objet influence-t-il la relation entre la part de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et la performance ?**

On peut se demander si la relation positive entre la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et la performance est influencée par le niveau d'incertitude auquel la firme doit faire face. Une telle question doit être posée. En effet, une littérature de plus en plus conséquente suggère que la composition du conseil d'administration dépend de l'importance des coûts informationnels auxquels la firme doit faire face. Toute firme caractérisée par de fortes spécificités ou encore un niveau d'incertitude élevé doit s'efforcer de limiter la part d'administrateurs non informés si elle désire rester performante. Dans le cas contraire, cela conduira à une destruction de valeur pour les actionnaires. Même si nous avons obtenu des résultats similaires dans le cas des performances exigées par les actionnaires, le premier article à avoir suggéré une telle relation est celui de Raheja (2005) au travers d'un modèle. Par la suite, de nombreuses contributions empiriques sont venues confirmer une telle intuition. C'est notamment le cas de Duchin, Matsusaka, et Ozbas (2010) ou encore Faleye, Hoitash et Hoitash (2011). Ces derniers montrent en effet que l'accroissement de la qualité du suivi disciplinaire entraîne de fait un fort amoindrissement de la fonction d'accompagnement stratégique du conseil d'administration. Cela a des conséquences néfastes pour la firme qui voit son côté innovant diminuer fortement. De surcroît, les performances financières sont fortement diminuées. Une telle relation est encore plus forte pour les firmes dont les processus de création de valeur dépendent fortement de l'innovation. Il en est de même pour les firmes évoluant dans un environnement incertain.

Nous avons voulu ainsi tester si le bénéfice de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration était le même pour toutes les firmes ou bien s'il fallait faire une distinction entre les firmes ayant d'importants besoins d'accompagnement et celles nécessitant un suivi disciplinaire plus important. Pour ce faire, nous avons séparé notre échantillon en deux par rapport à la médiane de deux indicateurs permettant d'évaluer les besoins de conseil de la firme, à savoir la volatilité de l'action de la firme et le ratio market-to-book. La volatilité du cours boursier nous donne une idée du niveau d'incertitude et des coûts d'information auquel la firme doit faire face. La volatilité des firmes peu connues des investisseurs est plus forte que celle bien connues des investisseurs. Le ratio market-to-book

permet de mesurer le niveau des opportunités de croissance de la firme. Les firmes ayant les plus importantes opportunités de croissance et ayant le plus besoin de capital humain et de connaissances ont un fort ratio market-to-book. Le fait pour une firme d'avoir des opportunités de croissance entraîne la nécessité pour son dirigeant d'exploiter ces dernières le mieux possible. Cela génère de l'incertitude pour la firme, et le dirigeant doit par conséquent être bien conseillé pour prendre les meilleures décisions permettant de créer de la valeur. Le tableau 21 montre les résultats lorsque l'on sépare l'échantillon suivant le niveau de volatilité.

Tableau 21 : Performance et relations sociales du dirigeant en fonction du niveau d'incertitude auquel la firme doit faire face (mesuré par la volatilité)

	FORTE VOLATILITE			FAIBLE VOLATILITE		
	ROE	ROA	ROCE	ROE	ROA	ROCE
Intercept	-0,537	-0,269	-0,372	-0,297	0,033	0,043
	-1,170	-2,000	-1,970	-1,720	0,560	0,470
Sch_ties	0,384**	0,136**	0,175**	0,080	-0,014	0,008
	2,190	2,640	2,430	1,130	-0,580	0,210
CEO_chair	-0,034	-0,006	0,003	-0,015	-0,011	-0,016
	-0,560	-0,350	0,110	-0,660	-1,420	-1,360
CEO_found	-0,168**	-0,100***	-0,135***	0,002	0,012	0,007
	-1,940	-3,950	-3,780	0,060	1,220	0,450
Exp_fct	0,006*	0,002	0,002	0,002	0,000	0,001
	1,770	1,580	1,500	1,780	0,870	1,880
Two_tier_b	0,074	0,033*	0,053**	-0,019	-0,017**	-0,009
	1,130	1,750	1,980	-0,760	-2,020	-0,660
Board_size	0,001	-0,001	-0,001	-0,005	-0,001	0,000
	0,090	-0,250	-0,160	-1,260	-0,600	-0,050
Board_inde	-0,167	-0,106***	-0,139***	-0,044	0,014	-0,009
	-1,380	-3,000	-2,790	-0,820	0,740	-0,310
growth	0,037	0,011	0,015	0,069***	0,043***	0,052***
	0,980	1,020	0,980	5,770	10,740	8,260
size	0,039	0,020***	0,028***	0,017**	0,000	0,000
	1,590	2,850	2,830	1,970	0,060	0,080
leverage	-0,216	-0,170***	-0,316***	0,261***	-0,029	-0,086**
	-1,040	-2,800	-3,710	3,610	-1,210	-2,270
Stock_volatility	-0,176	-0,079**	-0,096**	0,045	0,006	0,047
	-1,530	-2,340	-2,040	0,910	0,360	1,770
observations	180	180	180	180	180	180
effets fixes	oui	oui	oui	oui	oui	oui
R carré	0,166	0,335	0,318	0,243	0,530	0,444
Valeur F	2,170	5,470	5,060	3,500	12,340	8,740

On peut observer que la performance s'accroît seulement lorsque la volatilité est forte. Lorsque la volatilité est faible, la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil

d'administration n'influence pas la performance. Le tableau 22 montre les résultats lorsque l'on sépare l'échantillon suivant le niveau des opportunités de croissance.

Tableau 22 : Performance et relations sociales du dirigeant en fonction du niveau d'incertitude auquel la firme doit faire face (mesuré par le niveau des opportunités de croissance)

	FORTES OPPORTUNITES			FAIBLES OPPORTUNITES		
	ROE	ROA	ROCE	ROE	ROA	ROCE
Intercept	-0,345	-0,081	-0,153	-0,701	-0,079	-0,114
	-1,240	-0,770	-1,060	-1,600	-0,960	-0,860
Sch_ties	0,526***	0,166***	0,256***	0,202	0,029	0,051
	4,530	3,770	4,220	1,440	1,110	1,200
CEO_chair	-0,015	-0,018	-0,017	-0,009	0,007	0,009
	-0,440	-1,450	-1,000	-0,180	0,770	0,570
CEO_found	-0,050	-0,031	-0,057**	-0,014	-0,007	-0,015
	-0,940	-1,530	-2,030	-0,220	-0,600	-0,770
Exp_fct	0,002	0,001	0,002*	0,004*	0,000	0,000
	0,970	1,290	1,790	1,700	0,100	0,550
Two_tier_b	0,043	0,015	0,030	0,047	0,018*	0,034**
	1,150	1,070	1,520	0,860	1,760	2,040
Board_size	0,000	-0,001	0,000	-0,002	0,002	0,003
	0,020	-0,350	0,080	-0,260	1,270	1,450
Board_inde	-0,032	-0,060**	-0,070*	-0,074	0,005	-0,013
	-0,390	-1,940	-1,640	-0,750	0,280	-0,420
growth	0,041**	0,028***	0,030***	0,465**	0,155***	0,237***
	2,530	4,490	3,570	2,470	4,400	4,170
size	0,026**	0,012**	0,017**	0,020	-0,001	-0,002
	1,930	2,270	2,420	1,080	-0,330	-0,290
leverage	0,172*	-0,066*	-0,186***	0,120	0,008	-0,029
	1,740	-1,760	-3,600	0,770	0,260	-0,620
Stock_volatility	-0,501***	-0,284***	-0,297***	-0,250	-0,111**	-0,149**
	-3,130	-4,670	-3,560	-1,160	-2,740	-2,280
observations	180	180	180	180	180	180
effets fixes	oui	oui	oui	oui	oui	oui
R carré	0,337	0,451	0,430	0,125	0,451	0,276
Valeur F	5,550	8,980	8,250	1,550	8,980	4,110

Encore une fois, nous pouvons observer que la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration ne s'accroît que lorsque les opportunités de croissance sont importantes. Pris dans leur ensemble, ces résultats suggèrent qu'il faut différencier les firmes et que les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration n'ont pas le même effet en termes de performance. Les conséquences sur la performance dépendent du niveau d'incertitude auquel la firme doit faire face. Plus cette incertitude sera importante, plus le dirigeant aura besoin de conseil et il sera nécessaire qu'un lien de confiance entre dirigeant et administrateurs existe afin que l'information puisse circuler de façon optimale. Cela permet au dirigeant d'avoir des conseils de meilleure qualité. En revanche, lorsque la firme possède une activité peu spécifique ne fait pas face à des incertitudes importantes, alors les coûts relatifs à l'enracinement potentiel du dirigeant et les bénéfices relatifs à l'accompagnement stratégique du dirigeant se compensent. Cela valide en partie l'idée selon laquelle les conséquences de la composition du conseil d'administration dépendront de l'incertitude à laquelle la firme doit faire face.

f) **Quelle est l'influence de la structure de propriété de la firme sur la relation entre la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et la performance de la firme ?**

Nous nous demandons dans cette partie si le niveau de concentration du capital influence la relation entre la part des relations sociales du dirigeant et la performance. Nous avons déjà vu plus haut que la structure de propriété était un facteur pouvant influencer la performance. Plus précisément, les firmes au capital fortement concentré possédaient le plus souvent des performances plus importantes. En effet, une telle structure de propriété implique que les actionnaires majoritaires ont la possibilité d'exercer une pression disciplinaire plus importante sur le dirigeant. Comme Setia-Atmaja (2009) a eu l'occasion de l'observer dans le cas de l'Australie, un accroissement de la concentration du capital de la firme s'accompagne d'une diminution de la part des administrateurs indépendants afin que les gros actionnaires aient la possibilité de garder de fait le contrôle de la firme. L'auteur montre que l'indépendance du conseil d'administration conduit à un accroissement de la valeur de la firme, tout particulièrement lorsque cette dernière possède un actionnariat très concentré ou paie des dividendes plus faibles. Les résultats laissent ainsi à penser que l'influence des mécanismes de gouvernance dépend du niveau de concentration du capital et de la politique de dividendes. Il est donc intéressant d'étudier quelles sont les conséquences de la structure de propriété sur

la relation entre la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et la performance de la firme.

Nous avons ainsi séparé notre échantillon en deux sous-échantillons en fonction du niveau des droits de vote détenu par le premier actionnaire. Nous avons procédé ainsi alors qu'habituellement dans les travaux précédents les auteurs ont recours à un seuil de référence car on sait qu'en France l'actionnariat est très fortement concentré. Par conséquent les seuils de 5% et 10% des droits de vote traditionnellement utilisés ne sont plus pertinents dans un tel contexte. Les résultats que nous avons obtenus sont consignés dans le tableau 23.

Tableau 23 : L'influence de la structure de propriété sur la relation entre relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et performance de la firme

Contrôle	ROE		ROCE		ROA	
	Faible	Fort	Faible	Fort	Faible	Fort
Intercept	-0,090	0,372	0,360	0,156	0,100	0,257
	-0,330	0,810	2,860	0,930	0,800	3,670
Sch_ties	0,221**	0,265	0,147**	0,040	0,120***	-0,017
	2,380	1,510	2,590	0,830	2,850	-0,630
CEO_chair	-0,003	-0,026	-0,009	0,004	0,003	-0,013
	-0,070	-0,470	-0,620	0,210	0,180	-1,590
CEO_found	-0,083	-0,004	0,011	-0,057*	-0,032	0,009
	-1,580	-0,050	0,570	-1,800	-1,330	0,840
Exp_fct	0,000	0,002	0,001	-0,001	-0,002*	0,000
	-0,110	0,850	0,790	-1,240	-1,810	1,070
Two_tier_b	0,081**	-0,017	-0,021	0,066**	0,045**	-0,024***
	2,020	-0,300	-1,310	2,710	2,460	-2,790
Board_size	-0,011**	-0,001	0,000	-0,003	-0,003	0,000
	-2,140	-0,070	0,090	-0,870	-1,350	0,330
Board_inde	-0,198**	0,035	0,046	-0,141**	-0,093**	-0,001
	-2,300	0,210	1,010	-2,680	-2,380	-0,050
Vote_1	-0,384*	-0,212**	-0,081***	-0,249*	-0,164	0,004
	-1,680	-2,060	-2,890	-1,790	-1,580	0,280
growth	0,035	0,059**	0,045***	-0,006	-0,006	0,038***
	1,140	2,530	6,930	-0,300	-0,470	10,540
size	0,030***	-0,003	-0,010	0,012*	0,010*	-0,009**
	2,520	-0,120	-1,560	1,670	1,870	-2,540
leverage	0,227**	0,033	-0,178***	-0,073	-0,007	-0,050**
	2,090	0,230	-4,530	-1,110	-0,140	-2,320
Stock_volatility	-0,662***	-0,350	-0,050	-0,491***	-0,408***	-0,057
	-5,290	-1,430	-0,740	-6,450	-7,180	-1,530
Observtions	360	360	360	360	360	360
effets fixes	oui	oui	oui	oui	oui	oui
R carré	0,432	0,123	0,492	0,464	0,481	0,631
Valeur F	7,710	1,520	9,860	8,780	9,410	17,390

Nous pouvons constater que dans un contexte de fort contrôle actionnarial, la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration n'influence pas la performance, tandis que dans un contexte de faible contrôle actionnarial, la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduira à un accroissement des performances. De tels résultats suggèrent que dans un contexte d'actionnariat fortement concentré, les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration perdent de leur influence, notamment du fait de l'importante représentation d'un gros actionnaire au conseil d'administration comme déjà évoqué plus haut. En revanche, lorsque l'actionnariat de la firme est dispersé et les intérêts de tous les actionnaires en présence divergents, alors il est plus aisé pour les relations sociales du dirigeant présentes au conseil d'administration ainsi que ce dernier de mettre en œuvre les stratégies décidées par le dirigeant et les administrateurs favorables à ce dernier. En effet, lorsque le capital de la firme est dispersé, le code AFEP-MEDEF stipule que le conseil d'administration doit comporter au moins 50% d'administrateurs qualifiés indépendants. Il est ainsi beaucoup plus aisé pour le dirigeant de nommer des administrateurs qu'il connaît personnellement. Ces administrateurs, pour témoigner au dirigeant leur reconnaissance, font en sorte de mettre en œuvre ses directives. De même, ces résultats suggèrent que lorsque l'actionnariat est dispersé, alors le dirigeant et ses relations sociales agissent comme un groupe qui permet à la firme d'avoir une vision et des objectifs stratégiques clairs et bien définis, alors que lorsqu'un gros actionnaire est présent, le dirigeant et ses relations sociales doivent simplement se contenter de suivre les directives de ce dernier. Ces résultats suggèrent donc que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration se substitue à la présence d'un gros actionnaire, ce qui permet d'éviter des conflits entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires et donne la possibilité à la firme de créer de la valeur. D'une certaine façon ces résultats sont à rapprocher de ceux concernant l'incertitude à laquelle la firme doit faire face dans la mesure où les conflits entre tous les petits actionnaires en présence créent de l'incertitude pour le dirigeant, et c'est pourquoi ses relations sociales lui donnent un pouvoir de négociation plus fort ainsi qu'une vision plus claire de la stratégie à adopter. Lorsqu'un gros actionnaire est présent, le dirigeant doit mettre en œuvre la stratégie dictée par l'actionnaire dominant, tandis que les relations sociales du dirigeant n'ont qu'un rôle de soutien sans permettre au dirigeant de créer de la valeur.

Conclusion

Cette partie avait pour but d'étudier l'influence de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la performance comptable de la firme. Plusieurs raisons contribuent à l'intérêt de notre travail. Tout d'abord, nous sommes parmi les premiers à nous intéresser aux conséquences de la présence de relations sociales du dirigeant au sein même du conseil d'administration. Les travaux précédents s'intéressaient surtout à l'importance des relations sociales du dirigeant à l'extérieur seulement du conseil d'administration. De plus, alors même que les rares travaux similaires aux nôtres sont basés sur des données américaines, nous sommes également les premiers à avoir mené une telle étude sur des données françaises. Même si notre échantillon est de petite taille et pris sur une période particulière, notre travail permet non seulement d'avoir une vision un peu plus claire de l'influence du réseau social du dirigeant sur la performance de la firme, mais également d'avoir une première idée des conséquences économiques de la présence des relations sociales du dirigeant au sein des conseils d'administration français. En effet, en France les conseils d'administration trop sympathiques vis-à-vis des dirigeants sont très souvent montrés du doigt car perçus comme nuisibles à la qualité de la gouvernance des firmes et par voie de conséquence diminue la compétitivité de ces dernières. Ceci est vrai en ce qui concerne la qualité de la gouvernance si l'on en croit les résultats de Kramarz et Thesmar (2013), mais nos résultats montrent que la performance économique des firmes est accrue lorsque des relations sociales du dirigeant siègent au sein du conseil d'administration. Nous montrons également de façon plus précise que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration est créateur de valeur avant tout pour les firmes devant faire face à une importante incertitude. Nous montrons également qu'il n'y a pas de destruction de valeur en présence de relations sociales lorsque les firmes sont peu risquées. Dans un contexte de faible incertitude, les coûts et les bénéfices de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration se compenseront. Nos résultats vont ainsi à l'encontre de la croyance selon laquelle la compétitivité économique des firmes est freinée par des conseils d'administration trop conciliants vis-à-vis du dirigeant. Nos résultats plaident donc a priori en faveur du modèle coopératif mis en place lorsque le dirigeant est entouré d'administrateurs en qui il peut avoir confiance et qui possèdent des caractéristiques cognitives très similaires aux siennes. Cela est particulièrement profitable aux actionnaires lorsque la firme doit faire face à une grande incertitude et des difficultés d'accès à l'information. Néanmoins, nous nous devons de rester très prudents en ce qui concerne l'interprétation de nos résultats du fait des

caractéristiques de notre échantillon. En effet, même si nous avons contrôlé par les effets temps, nous ne pouvons pas véritablement exclure que nos résultats soient en partie dus au fait que nous nous trouvons dans une période de crise marquée par une très forte incertitude. Cela implique donc que les dirigeants ont besoin d'être conseillés pour créer de la valeur, et non pas de faire face à une pression disciplinaire qui entraverait la mise en place de stratégies créatrices de valeur. Ainsi, on peut supposer que les spécificités de cette période, notamment en lien avec la très grande incertitude causée par la crise, permettent de dissuader les relations sociales du dirigeant d'aider ce dernier à extraire des bénéfices privés tout en aidant ce dernier à prendre les meilleures décisions possibles pour la firme. On ne peut donc pas exclure que les analyses de Duchin et al. (2010) ainsi que de Schmidt (2013) soient parfaitement exactes.

3. Quelle est l'influence des choix de politique financière en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la performance comptable de la firme?

Nous allons étudier dans cette partie l'influence des choix de politique financière de la firme en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la performance comptable de la firme. Nous étudierons dans un premier temps l'influence du choix d'une politique de dividendes, puis le choix d'une politique de financement en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la performance comptable de la firme.

Nous étudions à présent l'influence du choix d'une politique financière en présence de relations sociales sur la création de valeur. Si les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration favorisent l'enracinement du dirigeant et jouent un rôle de catalyseur des conflits d'agence, alors l'effet des variations du niveau de dividendes sur la performance sera d'autant plus négatif que la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration est importante. De même, le dirigeant fera des choix sous-optimaux en termes de choix de financement.

On sait que la valeur de la firme dépend des dividendes versés par cette dernière, ainsi que de son levier. Plus précisément, sa valeur est égale à la somme des actifs en place et des dividendes actualisés. De même, lorsque la firme s'endette elle accroît sa capacité à investir. Cela lui permet donc théoriquement de créer de la valeur. Le dirigeant est d'autant plus incité

à créer de la valeur qu'il doit rembourser les intérêts des emprunts. On peut ainsi s'attendre légitimement s'attendre à ce qu'un versement de dividendes moindre conduise à une diminution de la valeur de la firme, et qu'une augmentation du levier financier conduise à un accroissement de la valeur créée par la firme. Cela est d'autant plus vrai en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration que ces dernières pourront conseiller le dirigeant et ainsi aider ce dernier à sélectionner les meilleurs projets. Cependant, en ce qui concerne les choix de financement, le fait d'endetter la firme fait peser sur cette dernière des contraintes financières accrues du fait du nécessaire paiement des intérêts. Cela implique la nécessité de créer de la valeur grâce à de l'investissement. A mesure que la firme s'endette, sa capacité à s'endetter décroît. Elle se rapproche ainsi d'une situation de *debt overhang* et fera ainsi face à des difficultés financières. Or d'après les analyses de Ferreira, Ferreira, et Mariano (2014), l'accroissement des difficultés financières conduit à une diminution du niveau de sympathie du conseil d'administration à l'encontre du dirigeant. En effet, les créanciers font en sorte de nommer des administrateurs capables de défendre leurs intérêts. De ce fait, le rôle de surveillance disciplinaire s'accroît. En prolongeant ce raisonnement, on peut ainsi émettre l'hypothèse que l'accroissement du levier financier conduit à une diminution de la performance en présence de relations sociales.

Nous décidons donc d'étudier ces relations. Nous devons cependant faire attention à l'endogénéité pouvant exister entre les variables de politique financière et la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. Pour ce faire, nous décidons de procéder à la façon de Jiraporn, Chintrakarn, et Liu (2012) et d'examiner de quelle façon l'influence des variations du niveau des variables de politique financière sur les variations des performances dépend de la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. Nous nous focaliserons sur le coefficient du terme d'interaction entre la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et la variation du niveau des variables de politique financière. Nous devons choisir des mesures de performance adéquates. Nous choisissons des mesures qui sont le moins susceptibles d'être manipulées ou sujettes à des inefficiences du marché. Ainsi, nous reprenons les mesures précédemment utilisées dans notre travail sur la performance financière, à savoir la rentabilité de l'actif (ROA), la rentabilité des fonds propres (ROE), et la rentabilité des capitaux employés (ROCE), ou plus exactement les variations de ces mesures entre 2007 et 2011. Nous utilisons également les variations de plusieurs variables de contrôle connues comme étant des déterminants importants de la performance financière, à savoir les variations de la taille et du

niveau d'indépendance du conseil d'administration. Nous contrôlons également par les variations de la taille ainsi que par les variations du niveau des opportunités de croissance, du niveau d'endettement, et du niveau de volatilité.

Les tableaux 24 et 25 montrent les résultats de ces tests. Nous pouvons constater que le coefficient du terme d'interaction entre la variation du niveau de dividendes et la performance n'est jamais négatif, mais le plus souvent assez peu significatif. Nous pouvons également constater que les modèles employés permettent bien d'expliquer les variations de performance dans la mesure où les coefficients R^2 sont toujours supérieurs à 30%. Nous interprétons ce résultat en disant que les relations sociales du dirigeant n'exacerbent pas les conflits d'agence en incitant ce dernier à ne pas verser de dividendes. Cela peut même parfois créer de la valeur pour les actionnaires.

Tableau 24 : Relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration, politique de dividendes, et création de valeur

	dROA	dROE	dROCE	dROA	dROE	dROCE
Intercept	-0,023	-0,092	-0,043	-0,018	-0,091	-0,038
	-1,770	-2,280	-2,050	-1,400	-2,320	-1,810
Sch_tiesd_divtsales	0,994*	2,264	1,617*			
	1,820	1,310	1,830			
Sch_tiesd_divteq				0,137	2,021*	0,680
				0,370	1,820	1,160
dBoard_size	-0,010**	-0,033***	-0,016**	-0,010**	-0,032**	-0,015**
	-2,690	-2,810	-2,630	-2,500	-2,750	-2,460
dBoard_inde	-0,101**	-0,271*	-0,167**	-0,074*	-0,190	-0,118*
	-2,260	-1,920	-2,310	-1,690	-1,430	-1,680
dgrowth	0,046***	0,088***	0,064***	0,045***	0,059*	0,055***
	5,800	3,550	5,010	4,510	1,950	3,460
dsize	0,052*	0,185**	0,092**	0,044	0,155*	0,077*
	1,910	2,160	2,100	1,600	1,850	1,730
dleverage	-0,259***	-0,460*	-0,423***	-0,270***	-0,431	-0,427***
	-2,970	-1,680	-3,010	-3,010	-1,590	-2,980
dStock_volatility	0,174**	0,638**	0,288**	0,146	0,638**	0,259*
	2,110	2,450	2,160	1,740	2,520	1,940
observations	73	73	73	73	73	73
R carré	0,503	0,318	0,458	0,480	0,335	0,440
Valeur F	7,680	3,500	6,340	6,920	3,780	5,900

Nous pouvons interpréter cela en disant que les coûts d'agence générés par la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration seront compensés par le fait que le dirigeant pourra bénéficier d'un meilleur accompagnement stratégique. En revanche, en ce qui concerne la politique de financement, nous pouvons constater que l'accroissement du levier en présence de relations sociales conduit à une destruction de valeur pour les actionnaires. Les modèles sont à chaque fois de qualité avec des coefficients R^2 élevés. De même, les indicateurs t de Student sont très fortement significatifs, le plus souvent proches du seuil des 1% de significativité. Nous pouvons interpréter ce résultat en disant que la présence de relations sociales du dirigeant conduit la firme à détruire de la valeur en accroissant son levier financier. Ainsi, la pression disciplinaire exercée par les créanciers sur le dirigeant et

ses relations sociales conduit à une destruction de valeur. Lorsque la pression disciplinaire des créanciers s'accroît, les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration perdent leur efficacité. Nous n'excluons cependant pas la possibilité qu'un tel résultat soit le fait de la particularité de la période d'étude, à savoir une période de très forte volatilité sur les marchés financiers et l'impossibilité pour les firmes d'accéder au marché de la dette. Par conséquent, on ne peut exclure la possibilité que les relations sociales des dirigeants au sein du conseil d'administration aient permis à des dirigeants de firmes de mauvaises qualité d'accéder au marché de la dette.

Tableau 25 : Relations sociales du dirigeant et endettement : quelle influence sur la création de valeur ?

	dROA	dROE	dROCE
Intercept	0,002	-0,041	-0,003
	0,150	-1,130	-0,150
sch_tiesxdFE_FP	-0,121**	-0,348**	-0,166**
	-2,580	-2,520	-2,160
Two_tier_b	-0,005	-0,024	-0,006
	-0,360	-0,590	-0,260
dBoard_size	-0,008**	-0,030**	-0,012*
	-2,070	-2,630	-1,930
dBoard_inde	-0,092**	-0,269**	-0,145*
	-2,010	-1,990	-1,930
dgrowth	0,046***	0,088***	0,063***
	5,840	3,790	4,950
dsize	0,002	0,085	0,010
	0,070	1,180	0,250
dStock_volatility	0,069	0,434*	0,114
	0,850	1,810	0,860
Observations	74	74	74
R carré	0,437	0,315	0,362
Valeur F	6,870	4,070	5,030

CONCLUSION DE LA PARTIE SUR LA PERFORMANCE

Nous avons montré dans cette partie de la thèse que la présence de relations sociales au sein du conseil d'administration avait une influence tant sur la performance exigée par les actionnaires que sur la performance comptable de la firme. Tout d'abord, nous avons pu montrer que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration avait des conséquences différentes sur les performances exigées par les actionnaires selon le niveau d'incertitude à laquelle la firme devait faire face. Plus précisément, la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration accroît la performance exigée par les actionnaires. Cette relation est plus forte lorsque la firme est bien connue des investisseurs. Nous nous basons sur la théorie de l'agence pour interpréter nos résultats. On peut analyser nos résultats en disant que lorsque la firme ne possède pas de particularités fortes et d'actifs spécifiques à protéger, le fait pour le dirigeant de placer des relations sociales au sein du conseil d'administration est beaucoup plus difficilement acceptable par les actionnaires. Cela crée une situation d'aléa moral pour ces derniers. Ils font en sorte d'accroître leurs exigences de performances contre apport de capitaux propres pour discipliner le dirigeant et ses relations sociales. En revanche, lorsque la firme et son dirigeant doivent faire face à une forte incertitude, le fait pour le dirigeant de nommer des relations sociales au sein du conseil d'administration est perçu comme moins dommageable par les actionnaires. Cela signale en effet la volonté de ce dernier d'être bien entouré et bien conseillé afin de créer de la valeur pour les actionnaires. Ces derniers acceptent de faire face à des coûts d'agence pour protéger les secrets industriels de la firme. De même, pour permettre au dirigeant et à ses relations sociales de travailler convenablement, les actionnaires sont moins sensibles aux coûts d'agence afin de permettre au dirigeant d'investir son capital humain dans la firme avec l'aide de ses relations sociales. En ce qui concerne la performance comptable de la firme, nous avons mobilisé la théorie de la dépendance aux ressources pour interpréter nos résultats. Nos conclusions sont plus ou moins similaires, dans la mesure où l'on montre que les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration créent de la valeur pour les actionnaires seulement lorsque la firme fait face à de l'incertitude. Dans le cas contraire, la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration n'a aucune influence sur la performance comptable de la firme. On peut interpréter un tel résultat en disant que les coûts et les bénéfices de la présence de relations sociales se compensent dans un contexte de faible incertitude pour la firme. Nous avons ensuite étudié l'influence de la concentration du capital sur les deux relations étudiées. Nous avons ainsi montré que lorsque

la firme possède une structure de propriété fortement concentrée, alors la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration n'avait plus aucune influence, tant sur la performance exigée par les actionnaires que sur la performance comptable de la firme. Nous avons expliqué cela par le fait que la présence d'un actionnaire de référence au capital entraînait la nécessité de placer des administrateurs servant les intérêts de cet actionnaire. De ce fait, il est difficile pour le dirigeant de faire entrer au conseil d'administration des relations sociales qu'il peut faire passer pour indépendantes sur la base des critères d'indépendance définis par le code AFEP-MEDEF. De surcroît, l'action des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration est alors guidée par les exigences de l'actionnaire de référence, et il est alors beaucoup plus difficile pour ces relations sociales d'agir en faveur du dirigeant soit en mettant en place d'éventuelles pratiques frauduleuses soit en permettant au dirigeant d'investir son capital humain au sein de la firme. De ce fait, il est bien moins aisé pour le dirigeant de créer de la valeur. Enfin, nous avons étudié l'influence des choix de politique financière en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la performance comptable de la firme. Nous avons pu constater qu'en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration le fait de diminuer les dividendes ne conduisait pas à une destruction de valeur, et il arrivait même que cela crée un peu de valeur pour les actionnaires. Ainsi, le fait de diminuer le niveau de dividendes de la firme en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration ne conduit pas à une exacerbation des conflits d'agence. En revanche, la firme n'est pas en mesure de profiter de l'accroissement de son levier financier en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. En effet, nous avons pu constater que le fait d'accroître le levier de la firme en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduisait à une destruction de valeur pour les actionnaires. Nous avons interprété cela en disant que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration avait permis à des firmes de mauvaise qualité d'avoir accès à l'endettement alors qu'elles n'auraient pas pu y avoir accès.

Nous devons dire que nos résultats sont plutôt nouveaux et donnent une vision plus claire de la gouvernance de la firme. Nous montrons ainsi que les actionnaires tiennent compte des dynamiques sociales à l'œuvre au sein du conseil d'administration lorsqu'ils exigent des performances. Néanmoins, nos résultats sont également très imparfaits pour de nombreuses raisons, et ces imperfections constituent des voix de recherche futures. Tout d'abord notre échantillon est de petite taille, tant dans l'espace que dans le temps. Il nous faudrait ainsi

pouvoir étendre notre échantillon à d'autres pays en Europe ou dans le monde sur une période plus longue pour en savoir davantage à propos de l'influence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. Il nous faudrait alors trouver d'autres définitions des relations sociales du dirigeant qui puissent être communes à chaque pays. Il est également probable que le phénomène observé soit passager et spécifique à une période donnée. En effet, même si nous avons tenu compte des effets temps dans notre régression, il se peut que d'autres facteurs spécifiques à cette période et dont nous n'avons pas eu connaissance puissent expliquer les relations observées. Par conséquent le fait d'étendre notre échantillon dans le temps nous permettra d'en savoir également davantage sur le caractère périodique de telles relations. Enfin, il est possible que des problématiques sectorielles spécifiques puissent expliquer de telles relations. Certains secteurs sont davantage exposés à des coûts informationnels que d'autres. C'est par exemple le cas des secteurs tels que la microélectronique ou encore les biotechnologies. Les entreprises de ces secteurs doivent en effet faire particulièrement attention à ne pas divulguer d'informations concernant leurs spécificités qui leur permettent de créer de la valeur, notamment leurs brevets et spécificités en termes de recherche et développement. Le fait d'étendre notre échantillon à d'autres pays nous permettra également d'en apprendre davantage à propos de l'influence du régime juridique, et notamment de la dureté des sanctions contre la corruption, sur la relation entre relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et coût du capital. De même, il nous faudra tenir compte de la nature des relations sociales entre dirigeants et administrateurs, à savoir si ces relations sont formelles ou informelles. Les travaux de Chidambaran, Kedia, et Prabhala (2012) suggèrent ainsi que les relations informelles favoriseront davantage les comportements malhonnêtes du fait de la difficulté qu'il y a à connaître les implications de ces relations. En revanche, les relations de nature professionnelle favoriseront au contraire les comportements vertueux du fait des répercussions que la mise au jour d'une fraude aurait pour celui qui y a pris part. Enfin, nous devons en savoir davantage comment interagissent structure de propriété et dynamiques sociales au sein du conseil d'administration.

En ce qui concerne les voies futures de recherche traitant de la relation entre présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et performance comptable de la firme, les limites empiriques sont plus ou moins identiques à précédemment. Les pistes de recherches concernent non seulement le manque de données, mais également des aspects plus théoriques. Tout d'abord en ce qui concerne les données, nous devons nous efforcer de

collecter bien davantage de données, tant sur le plan de la plage temporelle que sur le plan de la couverture géographique. En effet, les contextes culturels et historiques sont, de notre point de vue, fondamentaux pour comprendre les implications et les conséquences du réseau social du dirigeant au sein du conseil d'administration. Chaque pays est unique et possède un contexte culturel différent qui influence les demandes du dirigeant à son réseau social. On peut donc avoir l'intuition que dans les pays ayant un contexte juridique fort avec un niveau de protection des investisseurs important et une mise en œuvre des condamnations effective le dirigeant est incité à se servir des membres de son réseau à bon escient afin d'obtenir par exemple des informations ou encore des ressources à un moindre coût. En revanche, dans les pays ayant un niveau de protection des investisseurs faibles et ne mettant pas rigoureusement en œuvre les condamnations le dirigeant peut beaucoup plus facilement mettre en œuvre des pratiques frauduleuses avec l'aide de son réseau. De plus, au sein de chaque pays chaque type de réseau a un poids différent du fait du contexte culturel du pays étudié. Par exemple dans le cas de la France nous savons que la part la plus importante et la plus utile du réseau social du dirigeant se construit au moment des études supérieures, tout spécialement lorsque l'on étudie au sein d'une Grande Ecole. Par conséquent, l'influence du réseau social du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la valeur de la firme devra être étudiée pour chaque pays pris séparément. Nous devons enfin en savoir davantage sur le rôle modérateur de la structure de propriété ainsi que la nature des actionnaires présents au capital dans l'influence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur ce que la firme produit, aussi bien en termes de performances que d'innovation par exemple. En ce qui concerne les problèmes théoriques, davantage de travaux de recherche sont nécessaires pour comprendre les conséquences de la dichotomie entre l'indépendance juridique et l'indépendance sociale. Cette question est véritablement fondamentale dans la mesure où une réponse à cette dernière nous permettrait de mieux comprendre quelles dynamiques sociales sont à l'œuvre dans la prise de décision au sein d'un conseil d'administration. Nous devons également nous intéresser à la façon dont ces dynamiques sociales créent ou détruisent de la valeur pour les actionnaires. Une autre question de recherche importante concerne la répartition des responsabilités au sein du conseil d'administration. Nous nous devons en effet de comprendre de quelle façon la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration influence la nomination de certains membres au sein des comités du conseil d'administration et quelles sont les conséquences économiques de ces nominations. Nous devons bien entendu nous efforcer de tenir compte de la structure de propriété dans la mise en place de tels modèles. Ainsi, nous croyons qu'il est nécessaire de mobiliser des

interprétations cognitives si l'on veut mieux comprendre la façon dont fonctionne un conseil d'administration. Toutes ces questions sont laissées pour des recherches futures.

CONCLUSION GENERALE

Nous concluons à présent nos travaux de recherche. Nous procédons en faisant une brève synthèse de nos résultats. Ensuite, nous présentons les apports théoriques, empiriques, et managériaux de nos travaux, ainsi que leurs limites. Enfin, nous présentons les voies de recherches futures.

Synthèse des résultats

Notre thèse a examiné l'effet de la sympathie du conseil d'administration à l'égard du dirigeant sur la politique financière et la performance de la firme. En nous fondant sur les théories de l'agence et de la dépendance aux ressources, nous sommes parvenus à montrer que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduisait à une diminution du niveau des dividendes versés. Nous avons interprété ce résultat en disant que la présence d'administrateurs sympathiques à l'égard du dirigeant exacerbe les conflits d'agence en apportant des ressources à la firme. Pour que ses relations sociales ne soient pas soumises à des contraintes financières fortes du fait de leurs apports de ressources, le dirigeant choisit de verser moins de dividendes. Dans le cas contraire, il risquerait de subir une perte en capital social si ses relations venaient à faire face à des contraintes financières trop importantes. De même, le fait de verser des dividendes aux actionnaires serait interprété par les relations sociales du dirigeant comme un manque de solidarité à leur égard. En effet, cela empêche l'enrichissement de la partie du noyau dur à laquelle appartient le dirigeant. Cet enrichissement se fait par des prélèvements discrétionnaires.

Ensuite, en nous fondant toujours sur les théories de l'agence et de la dépendance aux ressources, nous avons montré que la présence d'administrateurs en relation avec le dirigeant conduit à une augmentation du niveau d'endettement. Plus précisément, les dirigeants qui possèdent des relations sociales au sein de leur conseil d'administration privilégient un financement par endettement plutôt que par capitaux propres. Nous avons interprété ce résultat en disant que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration permet au dirigeant d'échanger plus aisément ses informations avec le conseil d'administration du fait d'une plus grande confiance entre lui et les administrateurs. Le dirigeant est rassuré par la composition du conseil d'administration dans la mesure où ses relations sociales diminuent la probabilité de sanction, et notamment la probabilité de

limogeage. Ce climat de confiance rassure les créanciers car cela accroît la qualité du suivi des contrats de dette. De plus, en France, les dirigeants des grandes entreprises possèdent souvent des relations très proches avec les institutions financières. Cela peut être dû à une expérience personnelle au sein d'une institution financière, ou bien seulement parce que le dirigeant dispose de relations sociales travaillant au sein de l'état-major d'une institution financière. Cela contribue donc à faciliter encore davantage l'accès à la dette. Ces deux résultats sont exempts de biais d'endogénéité que l'on a résolu en ayant recours à la méthode des variables instrumentales.

Dans un troisième temps, nous nous sommes interrogés sur l'influence exercée par la structure de propriété sur la relation entre la sympathie du conseil d'administration à l'égard du dirigeant et la politique financière. Dans un cadre de fort contrôle des actionnaires, le niveau de dividendes diminue alors que le niveau d'endettement augmente en fonction de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. En revanche, dans un cadre de faible contrôle des actionnaires, le levier financier diminue en fonction de la part des administrateurs qui connaissent le dirigeant, tandis que le niveau de dividendes n'est pas affecté par ce dernier. On peut interpréter ce résultat de plusieurs façons. Tout d'abord, la présence d'un actionnaire de référence au capital de la firme incite le dirigeant à endetter la firme dans le but d'éviter des coûts de financement par capitaux propres trop importants, ce qui n'est pas le cas lorsque le capital est dilué. Dans cette dernière situation, les actionnaires minoritaires ne possèdent pas un poids politique suffisant pour pouvoir exiger des performances conséquentes. C'est pourquoi le financement par la dette est moins coûteux. Ensuite, les relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration ne peuvent enraceriner le dirigeant en présence d'un actionnaire ayant un poids politique important au sein du capital de la firme. Leur marge de manœuvre est en effet très restreinte du fait de l'importante représentation de l'actionnaire de référence au sein du conseil d'administration. Ils sont donc d'une certaine façon contraints de s'entendre avec l'actionnaire de contrôle qui souhaite conforter son pouvoir sur la firme en évitant d'ouvrir le capital. Pour ce faire, il privilégie l'autofinancement ou encore le financement par la dette auquel le dirigeant peut avoir accès à moindre coût grâce à ses relations sociales. On peut enfin penser que le dirigeant, ses relations sociales, et l'actionnaire de référence ont établi une entente tripartite. Cette dernière implique que le dirigeant investisse son capital humain au sein de la firme et exploite toutes les possibilités stratégiques de cette dernière pour créer le plus de valeur possible. L'actionnaire majoritaire accepte la présence de relations sociales du

dirigeant au conseil d'administration dans la mesure où ces dernières apportent des connaissances et aident le dirigeant à investir son capital humain au sein de la firme. Le fait pour l'actionnaire de référence de financer la firme par endettement tout en se privant de dividendes permet de maintenir une confidentialité qui empêche le transfert entre d'autres mains des spécificités stratégiques de la firme. Le dirigeant, sa partie du noyau dur, et l'actionnaire majoritaire sont ainsi renforcés par cette situation.

Dans une deuxième partie, nous nous sommes intéressés à l'influence de la sympathie du conseil d'administration à l'égard du dirigeant sur la performance comptable ainsi que celle exigée par les actionnaires de la firme. En nous basant sur les théories de l'agence et de la dépendance aux ressources, nous avons montré que la présence d'administrateurs qui connaissent le dirigeant conduit à un accroissement de la performance comptable de la firme. Cependant, après examen plus minutieux, nous nous sommes aperçus que la part d'administrateurs qui connaissent le dirigeant accroît la performance comptable seulement dans le cas des firmes à fort potentiel de croissance. Ainsi, la présence de relations sociales est profitable uniquement aux firmes dont les dirigeants ont besoin d'un accompagnement stratégique important. Les leviers de création de valeur de ces firmes sont basés sur des connaissances très spécifiques qu'il est important de protéger. Ainsi, il est important pour le dirigeant de telles firmes de disposer de relations sociales afin d'avoir accès à des connaissances et des conseils. Cela permet ainsi au dirigeant d'exploiter au mieux son capital humain. Nous avons ensuite examiné l'influence de la structure de propriété sur la relation entre le niveau de sympathie du conseil d'administration et la performance comptable. Nous sommes parvenus à montrer qu'en présence d'un fort contrôle actionnarial, la relation entre relations sociales du dirigeant et performance n'existait plus. Ainsi, la présence d'un actionnaire dominant entrave l'action des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration.

Ensuite, en nous basant sur la théorie de l'agence, nous avons montré que la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduit à une augmentation du coût du capital implicite. La relation est plus intense lorsque la firme est fortement suivie par les investisseurs. Par conséquent, la sympathie du conseil d'administration conduit à un accroissement des coûts d'agence. Ces derniers sont acceptables pour les actionnaires qui désirent protéger les actifs spécifiques qu'ils détiennent, et ainsi en éviter l'expropriation. De plus, le dirigeant peut bénéficier des connaissances de ses relations sociales, ce qui lui permet

de créer davantage de valeur. En revanche, ces coûts d'agence sont fortement dommageables lorsque la firme est bien connue des investisseurs. En effet, la surveillance disciplinaire du conseil d'administration est neutralisée. Cela opacifie son contexte informationnel, et il lui est beaucoup plus difficile de se financer à un coût modéré sur les marchés financiers.

Enfin, nous montrons que le fait de verser moins de dividendes en présence de relations sociales du dirigeant au conseil d'administration permet de créer une très faible valeur. Cette dernière est très légèrement significative sur le plan statistique. Nous montrons ainsi que le fait de verser moins de dividendes en présence d'un conseil d'administration favorable ne conduit pas à une exacerbation des conflits d'agence. En revanche, le fait d'accroître le levier financier en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration conduit à une destruction de valeur pour la firme et ses actionnaires. Cela suggère que la firme ne parvient pas à profiter de l'effet de levier lorsque des contacts du dirigeant sont présents au sein du conseil d'administration.

Apports et limites du travail accompli

Nos travaux sont novateurs. Ils apportent des contributions qui sont de nature théoriques, méthodologiques et managériales tant à la finance d'entreprise qu'à la gouvernance d'entreprise. Nous allons à présent les passer en revue.

Les apports théoriques de nos travaux

Nous avons inscrit nos recherches dans la lignée de travaux théoriques traitant de l'analyse de la composition des conseils d'administration et de ses conséquences en termes de gouvernance d'entreprise. Pour notre part, nous nous sommes essentiellement intéressés aux conséquences de la gouvernance, et plus particulièrement aux dynamiques sociales au sein du conseil d'administration, sur la politique financière et les performances. Nous avons montré que la composition du conseil d'administration et les dynamiques sociales en son sein déterminent fortement la politique financière ainsi que les résultats de la firme. Ces dynamiques sociales dépendent de la structure sociale du pays considéré. En France, la formation des élites ainsi que la très forte implication de l'Etat dans l'économie expliquent largement la forte homophilie sociale au sein du conseil d'administration. Une fois en poste au sein d'une firme, le dirigeant peut profiter des passerelles entre secteur public et secteur

privé. Cela lui donne ensuite la possibilité de nommer des relations qui appartiennent aux mêmes réseaux de diplômés que lui. La présence d'administrateurs en sympathie avec le dirigeant est à double tranchant. Ce dernier peut profiter de la présence de ses relations pour accroître son emprise sur la firme. En contrepartie, il doit mettre en œuvre une politique financière qui sert les intérêts de ses proches au sein du conseil d'administration tout en prenant le risque de générer des conflits d'agence pour les financeurs.

Nous avons également montré que les conflits d'agence et leurs conséquences sur les choix financiers et les performances de la firme pouvaient également dépendre d'un contexte culturel, institutionnel, et social donné. En effet, comme nous avons pu le voir, la composition du conseil d'administration et les dynamiques sociales dépendent fortement de la structure sociale et culturelle du pays que l'on étudie. Or on sait que la résolution des conflits d'agence dépend précisément de la composition du conseil d'administration. Par conséquent, nous pensons qu'il faut se montrer prudent lorsque l'on interprète des résultats de travaux traitant des conséquences de la gouvernance d'entreprise sur la politique financière de la firme. En effet, de nombreux travaux publiés dans de très grandes revues se basent sur des données relatives à des pays parfois très différents d'un point de vue juridique, culturel et institutionnel. Néanmoins, on observe tout de même une diminution de cette tendance. Nos travaux mettent ainsi en lumière le fait qu'il est préférable de collecter des données relatives aux firmes de chaque pays représenté au sein de l'échantillon, puis par la suite de procéder aux tests statistiques sur les données relatives à chaque pays pris séparément. Nous pensons que le nombre de firmes traitées pour chaque pays doit être aux alentours d'une centaine au minimum. Le fait de collecter un tel nombre de données permet d'opérer plus aisément une séparation de l'échantillon de chaque pays en deux sous-échantillons suivant la médiane d'un paramètre donné lorsque l'on veut étudier l'influence de ce paramètre sur une relation entre deux variables. Cela dépend bien évidemment des aspects de la gouvernance que l'on souhaite étudier et de ce fait de la disponibilité des données.

Nous avons également traité de la différence entre indépendance juridique et indépendance réelle. Ces dernières années une importante littérature a émergé sur les conséquences de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration en termes de pratiques de gouvernance. Le plus souvent, les résultats ont montré que la présence d'administrateurs en sympathie avec le dirigeant conduisait à la mise en place de pratiques de gouvernance favorisant son enracinement. Cependant, de tels travaux n'ont pas tenu compte

de la structure de propriété de la firme afin de savoir si cela pouvait influencer le processus d'enracinement du dirigeant par les relations sociales de ce dernier. Nous avons également étudié de quelle façon la structure de propriété influençait les relations que nous avons mis en évidence. Nous avons ainsi pu démontrer que le choix d'une politique financière associée à un processus d'enracinement était mise en place avant tout dans le contexte d'une structure de propriété faiblement concentrée. En effet, dans un tel cadre, nous avons pu voir que le niveau d'endettement de la firme diminuait et le niveau des dividendes versés restait inchangé en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. En revanche, dans un contexte de forte structure de propriété, le dirigeant est soumis à la contrainte disciplinaire de l'endettement, plus forte que les simples dividendes. Ainsi la possibilité de mettre en place une politique financière permettant d'enraciner le dirigeant dépend de la structure de propriété de la firme. De même, nous avons également apporté des précisions aux résultats existant quant à l'influence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration en termes de performance. Nous avons pu montrer que celles-ci sont pleinement bénéfiques à la firme et créatrices de valeur uniquement lorsque la structure de propriété de la firme est atomisée.

Nous avons également mis en évidence les conséquences de la diversité au sein du conseil d'administration en termes de politique financière, et en avons précisé les conséquences sur les performances, notamment dans le cas français. En effet, ces dernières années ont vu l'émergence d'une littérature sur les conséquences de la diversité au sein du conseil d'administration, alors même que les régulateurs insistent sur l'importance de la représentation de la diversité au sein du conseil d'administration. Les résultats de nos travaux suggèrent ainsi que la diversité au sein du conseil d'administration ne peut pas être recommandée pour toutes les firmes. Il convient ainsi de tenir compte des caractéristiques de ces dernières, notamment les coûts d'accès à l'information auxquels les firmes doivent faire face, ou encore la structure de propriété. Nos résultats s'inscrivent de ce fait dans la lignée des travaux remettant en cause l'absolue nécessité de la diversité sociale au sein des conseils d'administration. En effet, nous avons pu constater que dans certains cas, la diversité sociale permettait effectivement de contrecarrer les politiques financières permettant d'enraciner le dirigeant au sein de la firme. Cependant, dans certains cas cette diversité n'a pas de véritables effets et est purement accessoire. De même, dans certains cas cette diversité a des conséquences délétères pour la firme et ses actionnaires. C'est notamment le cas lorsque la firme fait face à des coûts informationnels importants. En effet, la diversité cognitive des

administrateurs permet dans certains cas la mise en place de nouvelles pratiques permettant de discipliner le dirigeant, notamment grâce à l'étonnement de certains administrateurs face à certaines pratiques potentiellement frauduleuses. Cela se confirme lorsque l'entreprise est bien connue des investisseurs et pour laquelle l'accès à l'information est peu coûteux. En revanche, dans le cas contraire, la diversité cognitive des administrateurs les conduit à interpréter plus difficilement les signaux envoyés par l'environnement économique. De ce fait, le processus de prise de décision par le conseil d'administration est ralenti et les décisions prises par ce dernier ne sont pas ponctuelles. Cela peut conduire à une potentielle destruction de valeur par la firme.

Enfin, notre contribution de natures théorique et empirique réside dans l'utilisation de données uniques relatives à la gouvernance des firmes françaises ainsi qu'au parcours des dirigeants français. Pour ce faire, nous avons utilisé différentes sources de données. La première d'entre elles a été les documents de référence que les firmes déposent chaque année auprès de l'autorité des marchés financiers. La seconde a été le dictionnaire biographique Who's Who in France 2013 pour les données relatives au parcours des dirigeants. L'intégralité de ces données a été collectée manuellement. De surcroît, nous avons également dû tenir compte de la précision avec laquelle les firmes divulguent des informations relatives à leur gouvernance. De même, nous avons également dû tenir compte du fait que certains des administrateurs n'étaient pas présents dans le Who's Who. Lorsqu'un tel cas de figure s'est présenté à nous, ce qui était plutôt rare, nous nous sommes servis des données biographiques données par Bloomberg Businessweek. Lorsque les données biographiques ne figuraient pas dans Bloomberg Businessweek, nous nous sommes vus contraints de supprimer la firme de notre échantillon. Ainsi, l'absence ou le manque de précision des données ont conduit à une réduction considérable de notre échantillon. Cependant, nous devons préciser que nous sommes parmi les premiers en France à avoir combiné de telles données collectées de façon manuelle.

Les apports managériaux de nos travaux

Tout d'abord, au fur et à mesure de notre collecte de données, nous nous sommes aperçus que de nombreux administrateurs indépendants au regard de la loi ne l'étaient pas véritablement d'un point de vue réel et relationnel dans la mesure où ces administrateurs étaient issus des mêmes réseaux d'anciens de grandes écoles, ou encore fréquentaient les mêmes clubs

d'excellence que le dirigeant tels que le Siècle ou encore le Cercle de l'Union Interallié. Dans les deux cas, le dirigeant et ses relations sociales ont alors l'occasion d'échanger des informations sur la firme à l'insu des autres administrateurs. En effet, on sait qu'il existe une forte solidarité entre non seulement les diplômés d'une même promotion, mais également l'ensemble des diplômés de l'institution du fait d'un système de cooptation. Par conséquent, le dirigeant peut ainsi échanger des informations et obtenir des faveurs de ses relations sociales sans que les autres administrateurs présents au sein du conseil d'administration ne soient informés. De même, le dirigeant et ses relations sociales peuvent dans de telles occasions décider de mettre en place des stratégies d'enrichissement et de renforcement de la partie du noyau dur à laquelle ils appartiennent. C'est ainsi que peuvent se mettre en place des pratiques frauduleuses ou d'enracinement. Nous pensons notamment aux délits d'initiés dans la mesure où de l'information privée est échangée. De telles informations peuvent permettre au dirigeant ainsi qu'à ses relations sociales d'échanger des titres de façon frauduleuse sur les marchés financiers. De même, nous pensons à la mise en place de clauses juridiques permettant de protéger la firme, son dirigeant et ses relations sociales contre le risque d'une offre de rachat. Cela est d'autant plus simple que certaines des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration ont déjà appris à mettre en place de telles clauses juridiques. Un tel constat appelle des recommandations de notre part. Ainsi, nous recommandons la mise en place de pratiques de divulgations beaucoup plus rigoureuses concernant les relations entre le dirigeant et les membres de son conseil d'administration. Plus précisément, nous pensons que les rapports annuels des firmes devraient mentionner précisément l'ensemble des liens entretenus par les dirigeants, les administrateurs, et les autres membres de l'équipe de gestion avant que ces derniers ne soient présents au sein de la firme. Cela permettrait ainsi d'éviter que des conflits d'intérêts apparaissent entre actionnaires, dirigeants et administrateurs. De telles pratiques existent déjà dans le cas des relations entre les firmes et leurs analystes financiers. De même, cela dissuaderait le dirigeant et ses relations sociales de mettre en place des pratiques de favoritisme ou de fraudes au sein de la firme. L'aléa moral pour les actionnaires s'en trouverait diminué. Nos recommandations s'inspirent également de celles formulées par Cormier, Aerts, Ledoux, et Magnan (2009). Ces derniers recommandent aux firmes de divulguer des informations relatives au capital social du dirigeant pour réduire l'asymétrie d'information entre le dirigeant et les investisseurs.

Les résultats de nos travaux peuvent éventuellement donner des pistes de réflexion au régulateur en ce qui concerne la mise en place de bonnes pratiques relatives à la composition

du conseil d'administration et au double rôle d'accompagnement stratégique et de suivi disciplinaire que l'organe de surveillance exerce sur le dirigeant. Même si dans certains cas la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration peut parfois conduire à la mise en place de pratiques frauduleuses, nous avons pu voir que dans d'autres cas, la présence d'administrateurs en sympathie avec le dirigeant non seulement ne nuit pas aux actionnaires, mais peut également conduire la firme à créer de la valeur. C'est le cas lorsque le dirigeant coopte des contacts noués au cours de son parcours professionnel. De tels constats appellent ainsi des recommandations de notre part. Nous pouvons suggérer que le régulateur assouplisse les bonnes pratiques de gouvernance de la firme. En effet, un code de gouvernance plus flexible permettrait au dirigeant de pouvoir bénéficier d'un conseil d'administration qui lui prodigue des conseils utiles afin de créer de la valeur pour les actionnaires. Un tel code de gouvernance devrait insister sur la plus grande facilité pour le dirigeant à coopter des administrateurs en mesure de lui apporter des conseils adéquats. Le dirigeant devrait favoriser ses relations issues de son parcours professionnel. Cela vient en contrepartie de notre proposition précédente concernant la divulgation du capital social du dirigeant au sein du conseil d'administration. La firme devrait ainsi divulguer le plus précisément possible la nature des relations entretenues entre le dirigeant et les membres de son conseil d'administration. On peut de même recommander la mise en place d'un code de gouvernance à la canadienne : les dirigeants auraient le choix soit de se conformer au code de gouvernance soit d'expliquer et de justifier le choix de la mise en place d'une structure de gouvernance donnée.

Nos travaux renseignent également les firmes et leurs actionnaires sur les choix qu'elles devraient opérer en termes de politique financière. Nous avons vu que certains choix de politique financière pouvaient être néfastes, neutres ou profitables en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration. Ainsi, en présence d'administrateurs en sympathie avec le dirigeant, nous recommandons à la firme d'éviter de se financer par endettement et de privilégier l'autofinancement grâce aux réserves de liquidités constituées du fait d'un faible niveau de distribution de dividendes. Les contraintes disciplinaires concernant le bon usage des ressources seront assurées par la divulgation des renseignements concernant les administrateurs en sympathie avec le dirigeant. En effet, si les auditeurs constatent des anomalies dans les comptes, il leur sera alors plus simple d'enquêter sur d'éventuelles fraudes comptables en ayant connaissance des relations entretenues entre les dirigeants et les administrateurs.

Limites et voies de recherches futures

Notre travail n'est pas exempt de limites. Elles tiennent essentiellement à un accès restreint à certaines données. De plus, nos données concernent un seul pays, à savoir la France, ainsi qu'une période de courte durée (de 2007 à 2011). Des opportunités de recherches futures s'offrent par conséquent à nous.

Avant toute chose, nous nous sommes focalisés sur un aspect très particulier de la gouvernance d'entreprise qui nécessite des données très précises et peu utilisées. Ces données concernent les relations entretenues par les dirigeants avec les membres de leur conseil d'administration. Cela est à la frontière entre méthodes quantitatives et qualitatives. Il est en effet compliqué de caractériser les relations sociales entre dirigeants et administrateurs. Ces relations peuvent être de nature informelle ou professionnelle. Nous nous sommes focalisés sur le fait d'appartenir ou non aux mêmes réseaux de diplômés de grandes écoles en France. En effet, il s'agit du critère le plus simple pour caractériser des relations de nature purement informelle. Cependant, ceci se produit également dans bien d'autres pays, notamment les pays anglo-saxons et du Commonwealth au sein desquels il existe de très prestigieuses universités. De plus, il existe bien d'autres canaux, formels comme informels, par lesquels des relations entre dirigeants et administrateurs peuvent se former. Cependant, il aurait été beaucoup trop compliqué et fastidieux de collecter de telles données. A l'avenir, nous souhaiterions élargir notre angle d'approche, nous intéresser à d'autres caractéristiques de la diversité au sein du conseil d'administration, et étudier ses conséquences en termes de coûts de financement, de performance, et de politique financière. En effet, nos travaux de thèse ne se sont penchés que sur un seul aspect de la diversité au sein du conseil d'administration, à savoir les formations suivies par ses membres. Il serait ainsi intéressant à l'avenir de se pencher notamment sur le respect de la parité homme-femme ou encore la représentation des minorités au sein du conseil d'administration.

Nous avons également fait le choix d'éliminer les firmes opérant au sein des secteurs financiers, immobiliers, et de l'énergie. En effet, les firmes de ces secteurs sont soumises à des contraintes en capital fortes du fait de leurs activités. De même, les firmes du secteur de l'énergie possèdent des activités de trading d'énergie et utilisent des produits dérivés, tout en étant soumises aux réglementations d'Etat. Elles doivent supporter diverses contraintes

règlementaires tout comme les banques, c'est pourquoi nous les avons exclues de l'échantillon. Cela a ainsi fortement réduit le nombre de firmes au sein de notre panel. De plus, il a également été difficile d'obtenir des données précises concernant la gouvernance des firmes dans les rapports annuels avant 2007. Il semble ainsi qu'avant cette date, les firmes françaises divulguaient très peu d'informations concernant leur gouvernance. De ce fait, notre échantillon est d'une certaine façon biaisé dans la mesure où l'année 2007 est l'année à partir de laquelle la crise financière des subprimes débute. Cette crise se caractérise par des marchés très peu liquides et très volatiles du fait de leur très faible efficacité à ce moment-là. Par conséquent, il est important pour nous d'émettre des réserves quant à la possibilité de généraliser nos résultats. Le fait de contrôler par des effets fixes temporels n'est pas forcément suffisant pour tenir compte de toutes les caractéristiques de cette période. Nous aurions pu davantage généraliser nos résultats si nous avions disposé de plus de données relatives aux années antérieures à 2007. Nous avons en revanche pu constater a posteriori que dans d'autres pays, les pratiques de divulgation d'informations relatives à la gouvernance des firmes sont bien meilleures. Par conséquent, dans des recherches futures, nous avons l'intention de collecter davantage de données relatives à la gouvernance des firmes d'autres pays sur une période de temps plus large afin d'apporter davantage de précisions et de nuances à nos résultats. Nous souhaitons ainsi savoir si les résultats obtenus dans le cadre de notre thèse sont sensibles au contexte d'étude. Nous souhaitons également obtenir davantage de précisions sur l'influence exercée par la structure de propriété sur les relations entre le niveau de diversité du conseil d'administration et la politique financière de la firme. De même, nous voudrions également savoir de quelle façon la structure de propriété influencerait la relation entre politique financière et création de valeur en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration.

Nous souhaiterions enfin à l'avenir approfondir nos résultats en étudiant si toutes les relations sociales auraient la même influence sur la politique financière de la firme. Plus précisément, notre souhait serait de savoir si les administrateurs en sympathie avec le dirigeant et disposant d'une bonne connaissance du secteur et des spécificités de la firme mettraient en place la même politique financière que n'importe quel autre contact ne connaissant pas le secteur et les spécificités de la firme. De même, il serait intéressant de comparer les performances induites par les politiques financières mises en place par les relations sociales informées avec les performances induites par les politiques mises en place par les relations sociales non informées. Enfin, nous aimerions connaître de quelle façon le niveau d'expertise des relations

sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration influencerait les coûts de financement de la firme. Il serait intéressant pour ce faire de différencier les firmes en fonction de leurs coûts d'accès à l'information.

BIBLIOGRAPHIE

ADAMS, Renee B. et FERREIRA, Daniel. A theory of friendly boards. *The Journal of Finance*, 2007, vol. 62, no 1, p. 217-250.

ADAMS, Renée B. Asking directors about their dual roles. In : *Finance and Corporate Governance Conference*. 2010.

ADAMS, Renée B., HERMALIN, Benjamin E., et WEISBACH, Michael S. The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 2010, p. 58-107.

ADJAOUD, Fodilet BEN-AMAR, Walid. Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2010, vol. 37, no 5-6, p. 648-667.

AHMED, Anwer S. et DUELLMAN, Scott. Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 2007, vol. 43, no 2, p. 411-437.

AHMED, Kamran, HOSSAIN, Mahmud, et ADAMS, Mike B. The effects of board composition and board size on the informativeness of annual accounting earnings. *Corporate Governance: An International Review*, 2006, vol. 14, no 5, p. 418-431.

ATTIG, Najah, GUEDHAMI, Omrane, et MISHRA, Dev. Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity. *Journal of Corporate Finance*, 2008, vol. 14, no 5, p. 721-737.

ANDERSON, Ronald C., REEB, David M., UPADHYAY, Arun, et ZHAO, Wanli. The economics of director heterogeneity. *Financial Management*, 2011, vol. 40, no 1, p. 5-38.

BEASLEY, Mark S. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting Review*, 1996, p. 443-465.

BEATTY, Randolph P. et ZAJAC, Edward J. Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings. *Administrative Science Quarterly*, 1994, p. 313-335.

BONA-SÁNCHEZ, Carolina, PÉREZ-ALEMÁN, Jerónimo, et SANTANA-MARTÍN, Domingo Javier. Politically Connected Firms and Earnings Informativeness in the Controlling versus Minority Shareholders Context: European Evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 2014.

BOONE, Audra L., CASARES FIELD, Laura, KARPOFF, Jonathan M., et RAHEJA, Charu G. The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 2007, vol. 85, no 1, p. 66-101.

BOROKHOVICH, Kenneth A., PARRINO, Robert, et TRAPANI, Teresa. Outside directors and CEO selection. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, vol. 31, no 03, p. 337-355.

BOTOSAN, Christine A. Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting review*, 1997, p. 323-349.

BOTOSAN, Christine A. et PLUMLEE, Marlene A. A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. *Journal of accounting research*, 2002, vol. 40, no 1, p. 21-40.

BOUBAKRI, Narjess, COSSET, Jean-Claude, et SAFFAR, Walid. Political connections of newly privatized firms. *Journal of Corporate Finance*, 2008, vol. 14, no 5, p. 654-673.

BOUBAKRI, Narjess, GHOUL, Sadok El, et SAFFAR, Walid. Cash holdings of politically connected firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 2013, vol. 23, no 4, p. 338-355.

BOUBAKRI, Narjess, GUEDHAMI, Omrane, MISHRA, Dev, et SAFFAR, Walid. Political connections and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 2012, vol. 18, no 3, p. 541-559.

BOUBAKRI, Narjess, COSSET, Jean-Claude, et SAFFAR, Walid. The impact of political connections on firms' operating performance and financing decisions. *Journal of Financial Research*, 2012, vol. 35, no 3, p. 397-423.

BOUWMAN, Christa HS. Corporate Governance Propagation through Overlapping Directors. *Review of financial studies*, 2011, vol. 24, no 7, p. 2358-2394.

BOYD, Brian. Corporate linkages and organizational environment: A test of the resource dependence model. *Strategic Management Journal*, 1990, vol. 11, no 6, p. 419-430.

BRAILSFORD, Timothy J., OLIVER, Barry R., et PUA, Sandra LH. On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting & Finance*, 2002, vol. 42, no 1, p. 1-26.

BRANCATO, Carolyn Kay et PATTERSON, D. Jeanne. Board diversity in US corporations: Best practices for broadening the profile of corporate boards. *Conference Board*.

BRICKLEY, James A., COLES, Jeffrey L., et TERRY, Rory L. Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of financial Economics*, 1994, vol. 35, no 3, p. 371-390.

BROCKMAN, Paul et UNLU, Emre. Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. *Journal of Financial Economics*, 2009, vol. 92, no 2, p. 276-299.

BRUYNSEELS, Liesbeth et CARDINAELS, Eddy. The Audit Committee: Management Watchdog or Personal Friend of the CEO?. *The Accounting Review*, 2014.

BUSHMAN, Robert, DAI, Zhonglan, et WANG, Xue. Risk and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 2010, vol. 96, no 3, p. 381-398.

BYOUN, Soku, CHANG, Kiyong, et KIM, Young Sang. Does Corporate Board Diversity Affect Corporate Payout Policy?. Available at SSRN 1786510, 2013.

CAI, Ye et SEVILIR, Merih. Board connections and M&A transactions. *Journal of Financial Economics*, 2012, vol. 103, no 2, p. 327-349.

CALLUZZO, Paul et DONG, Gang Nathan. Fund governance contagion: New evidence on the mutual fund governance paradox. *Journal of Corporate Finance*, octobre 2014, vol. 28, p. 83-101.

CANNELLA, Albert A. et LUBATKIN, Michael. Succession as a sociopolitical process: Internal impediments to outsider selection. *Academy of Management Journal*, 1993, vol. 36, no 4, p. 763-793.

CARCELLO, Joseph V., HERMANSON, Dana R., NEAL, Terry L., et RILEY, Richard A. Board Characteristics and Audit Fees. *Contemporary Accounting Research*, 2002, vol. 19, no 3, p. 365-384.

CARHART, Mark M. On persistence in mutual fund performance. *The Journal of finance*, 1997, vol. 52, no 1, p. 57-82.

CARTER, David A., SIMKINS, Betty J., et SIMPSON, W. Gary. Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 2003, vol. 38, no 1, p. 33-53.

CARTER, David A., D'SOUZA, Frank, SIMKINS, Betty J., et SIMPSON, W. Gary. The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 2010, vol. 18, no 5, p. 396-414.

CASAMATTA, Catherine et GUEMBEL, Alexander. Managerial legacies, entrenchment, and strategic inertia. *The Journal of Finance*, 2010, vol. 65, no 6, p. 2403-2436.

CHANEY, Paul K., FACCIO, Mara, et PARSLEY, David. The quality of accounting information in politically connected firms. *Journal of Accounting and Economics*, 2011, vol. 51, no 1, p. 58-76.

CHEN, Jean J., LIU, Xuguang, et LI, Weian. The Effect of Insider Control and Global Benchmarks on Chinese Executive Compensation. *Corporate Governance: an International Review*, 2010, vol. 18, no 2, p. 107-123.

CHIDAMBARAN, N. K., KEDIA, Simi, et PRABHALA, Nagpurnanand R. CEO-director connections and corporate fraud. Working paper, 2012.

CHIKH, Sabrina et FILBIEN, Jean-Yves. Acquisitions and CEO power: Evidence from French networks. *Journal of Corporate Finance*, 2011, vol. 17, no 5, p. 1221-1236.

CLAESSENS, Stijn, FEIJEN, Erik, et LAEVEN, Luc. Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 2008, vol. 88, no 3, p. 554-580.

COLES, Jerilyn W. et HESTERLY, William S. Independence of the chairman and board composition: Firm choices and shareholder value. *Journal of Management*, 2000, vol. 26, no 2, p. 195-214.

COHEN, Lauren, FRAZZINI, Andrea, et MALLOY, Christopher. The Small World of Investing: Board Connections and Mutual Fund Returns. *Journal of political economy*, 2008, vol. 116, no 5, p. 951-979.

COHEN, Lauren, FRAZZINI, Andrea, et MALLOY, Christopher. Sell-Side School Ties. *The Journal of Finance*, 2010, vol. 65, no 4, p. 1409-1437.

COHEN, Lauren, FRAZZINI, Andrea, et MALLOY, Christopher J. Hiring cheerleaders: Board appointments of “independent” directors. *Management Science*, 2012, vol. 58, no 6, p. 1039-1058.

COLES, Jerilyn W., MCWILLIAMS, Victoria B., et SEN, Nilanjan. An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of management*, 2001, vol. 27, no 1, p. 23-50.

CORE, John E., HOLTHAUSEN, Robert W., et LARCKER, David F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 1999, vol. 51, no 3, p. 371-406.

CRONQVIST, Henrik, MAKHIJA, Anil K., et YONKER, Scott E. Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of financial economics*, 2012, vol. 103, no 1, p. 20-40.

DAILY, Catherine M. et DALTON, Dan R. The relationship between governance structure and corporate performance in entrepreneurial firms. *Journal of Business Venturing*, 1992, vol. 7, no 5, p. 375-386.

DAILY, Catherine M. et DALTON, Dan R. Board of directors leadership and structure: Control and performance implications. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 1993, vol. 17, p. 65-65.

DAVIDSON, Wallace N., JIRAPORN, Pornsit, KIM, Young Sang, et al. Earnings management following duality-creating successions: Ethnostatistics, impression management, and agency theory. *Academy of management journal*, 2004, vol. 47, no 2, p. 267-275.

DAVIS, Gerald F. Agents without principles? The spread of the poison pill through the intercorporate network. *Administrative science quarterly*, 1991, p. 583-613.

DEFOND, Mark L., HANN, Rebecca N., et HU, Xuesong. Does the market value financial expertise on audit committees of boards of directors?. *Journal of accounting research*, 2005, vol. 43, no 2, p. 153-193.

DEMSETZ, Harold et VILLALONGA, Belen. Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, 2001, vol. 7, no 3, p. 209-233.

DOW, James. Boards, CEO entrenchment, and the cost of capital. *Journal of Financial Economics*, 2013, vol. 110, no 3, p. 680-695.

DUCHIN, Ran, MATSUSAKA, John G., et OZBAS, Oguzhan. When are outside directors effective?. *Journal of Financial Economics*, 2010, vol. 96, no 2, p. 195-214.

DUCHIN, Ran et SOSYURA, Denis. Divisional managers and internal capital markets. *The Journal of Finance*, 2013, vol. 68, no 2, p. 387-429.

DYBVIIG, Philip H. et WARACHKA, Mitch. Tobin's Q does not measure performance: Theory, empirics, and alternative measures. Unpublished working paper, Washington University, Saint Louis, United States, 2010.

ENGELBERG, Joseph, GAO, Pengjie, et PARSONS, Christopher A. Friends with money. *Journal of Financial Economics*, 2012, vol. 103, no 1, p. 169-188.

ERHARDT, Niclas L., WERBEL, James D., et SHRADER, Charles B. Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 2003, vol. 11, no 2, p. 102-111.

FACCIO, Mara. Politically connected firms. *The American economic review*, 2006, p. 369-386.

FACCIO, Mara. Differences between Politically Connected and Nonconnected Firms: A Cross-Country Analysis. *Financial Management*, 2010, vol. 39, no 3, p. 905-928.

FACCIO, Mara, MASULIS, Ronald W., et MCCONNELL, John. Political connections and corporate bailouts. *The Journal of Finance*, 2006, vol. 61, no 6, p. 2597-2635.

FALEYE, Olubunmi. Are large boards poor monitors? Evidence from CEO turnover. *Evidence from CEO Turnover (December 2003)*. EFMA, 2004.

FALEYE, Olubunmi, HOITASH, Rani, et HOITASH, Udi. The costs of intense board monitoring. *Journal of Financial Economics*, 2011, vol. 101, no 1, p. 160-181.

FAMA, Eugene F. et JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. *Journal of law and economics*, 1983, p. 301-325.

FERREIRA, Daniel, FERREIRA, Miguel, et MARIANO, Beatriz. Unfriendly Creditors: Debt Covenants and Board Independence. 2014.

FERRIS, Stephen P., JAGANNATHAN, Murali, et PRITCHARD, Adam C. Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *The Journal of Finance*, 2003, vol. 58, no 3, p. 1087-1112.

FINKELSTEIN, Sydney et D'AVENI, Richard A. CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management Journal*, 1994, vol. 37, no 5, p. 1079-1108.

FINKELSTEIN, Sydney et HAMBRICK, Donald C. *Strategic Leadership: Top Executives And Their Effects On Organizations (Hornbooks)* Author: Sydney Finkelstein, Donald C. 1996.

FISMAN, Raymond, PARAVISINI, Daniel, et VIG, Vikrant. Cultural proximity and loan outcomes. *National Bureau of Economic Research*, 2012.

FRACASSI, Cesare et TATE, Geoffrey. External networking and internal firm governance. *The Journal of Finance*, 2012, vol. 67, no 1, p. 153-194.

FRANKFORTER, Steven A., BECTON, Bret J., STANWICK, Peter A., et COLEMAN, Clarence. Backdated Stock Options and Boards of Directors: an Examination of Committees, Structure, and Process. *Corporate Governance: an International Review*, 2012, vol. 20, no 6, p. 562-574.

GABRIELSSON, Jonas. Correlates of board empowerment in small companies. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2007, vol. 31, no 5, p. 687-711.

GARCÍA LARA, Juan Manuel, OSMA, Beatriz García, et PENALVA, Fernando. Board of directors' characteristics and conditional accounting conservatism: Spanish evidence. *European Accounting Review*, 2007, vol. 16, no 4, p. 727-755.

GASPAR, José-Miguel et MASSA, Massimo. The role of commonality between CEO and divisional managers in internal capital markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2011, vol. 46, no 03, p. 841-869.

GIANNETTI, Mariassunta et YAFEH, Yishay. Do cultural differences between contracting parties matter? Evidence from syndicated bank loans. *Management Science*, 2012, vol. 58, no 2, p. 365-383.

GILLETTE, Ann B., NOE, Thomas H., et REBELLO, Michael J. Corporate board composition, protocols, and voting behavior: Experimental evidence. *The Journal of Finance*, 2003, vol. 58, no 5, p. 1997-2032.

GILLETTE, Ann B., NOE, Thomas H., et REBELLO, Michael J. Board structures around the world: An experimental investigation. *Review of Finance*, 2008, vol. 12, no 1, p. 93-140.

GLASER, Markus, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, et SAUTNER, Zacharias. Opening the black box: internal capital markets and managerial power. *The Journal of Finance*, 2013, vol. 68, no 4, p. 1577-1631.

GODARD, Laurence. Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance. *Finance Contrôle Stratégie*, 1998, vol. 1, no 4, p. 39-61.

GOEL, Anand M. et THAKOR, Anjan V. Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *The Journal of Finance*, 2008, vol. 63, no 6, p. 2737-2784.

GOODSTEIN, Jerry, GAUTAM, Kanak, et BOEKER, Warren. The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic management journal*, 1994, vol. 15, no 3, p. 241-250.

GOYAL, Vidhan K. et PARK, Chul W. Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance*, 2002, vol. 8, no 1, p. 49-66.

GUISSO, Luigi, SAPIENZA, Paola, et ZINGALES, Luigi. Cultural biases in economic exchange?. *The Quarterly Journal of Economics*, 2009, vol. 124, no 3, p. 1095-1131.

HACKBARTH, Dirk. Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2008, vol. 43, no 04, p. 843-881.

HARRIS, Milton et RAVIV, Artur. A theory of board control and size. *Review of Financial Studies*, 2008, vol. 21, no 4, p. 1797-1832.

HARRISON, J. Richard, TORRES, David L., et KUKALIS, Sal. The changing of the guard: Turnover and structural change in the top-management positions. *Administrative Science Quarterly*, 1988, p. 211-232.

HAUSMAN, Jerry A. Specification tests in econometrics. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1978, p. 1251-1271.

HERMALIN, Benjamin E. Trends in corporate governance. *The Journal of Finance*, 2005, vol. 60, no 5, p. 2351-2384.

HERMALIN, Benjamin E. et WEISBACH, Michael S. The determinants of board composition. *The RAND Journal of Economics*, 1988, p. 589-606.

HERMALIN, Benjamin E. et WEISBACH, Michael S. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 1998, p. 96-118.

HERMALIN, Benjamin E. et WEISBACH, Michael S. Information disclosure and corporate governance. *The Journal of Finance*, 2012, vol. 67, no 1, p. 195-233.

HERMANSON, Dana R., TOMPKINS, James G., VELIYATH, Rajaram, et ZHONGXIA, Ye. The Compensation Committee Process. *Contemporary Accounting Research*, 2012, vol. 29, no 3, p. 666-709.

HILLMAN, Amy J., CANNELLA, Albert A., et PAETZOLD, Ramona L. The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management studies*, 2000, vol. 37, no 2, p. 235-256.

HILLMAN, Amy J., WITHERS, Michael C., et COLLINS, Brian J. Resource dependence theory: A review. *Journal of management*, 2009.

HOCHBERG, Yael V., LJUNGQVIST, Alexander, et LU, Yang. Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance. *The Journal of Finance*, 2007, vol. 62, no 1, p. 251-301.

HOLMSTRÖM, Bengt. Managerial incentive problems: A dynamic perspective. *The Review of Economic Studies*, 1999, vol. 66, no 1, p. 169-182.

HOITASH, Udi. Should independent board members with social ties to management disqualify themselves from serving on the board?. *Journal of Business Ethics*, 2011, vol. 99, no 3, p. 399-423.

HOUSTON, Joel F., JIANG, Liangliang, LIN, Chen, et MA, Yue. Political connections and the cost of bank loans. *Journal of Accounting Research*, 2014, vol. 52, no 1, p. 193-243.

HWANG, Byoung-Hyounet KIM, Seoyoung. It pays to have friends. *Journal of financial economics*, 2009, vol. 93, no 1, p. 138-158.

ISHII, Joy et XUAN, Yuhai. Acquirer-target social ties and merger outcomes. *Journal of Financial Economics*, 2014, vol. 112, no 3, p. 344-363.

IYENGAR, Raghavan J. et ZAMPELLI, Ernest M. Self-selection, endogeneity, and the relationship between CEO duality and firm performance. *Strategic Management Journal*, 2009, vol. 30, no 10, p. 1092-1112.

JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 1986, p. 323-329.

JENSEN, Michael C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 1993, vol. 48, no 3, p. 831-880.

JIRAPORN, Pornsit et GLEASON, Kimberly C. Capital structure, shareholder rights, and corporate governance. *Journal of Financial Research*, 2007, vol. 30, no 1, p. 21-33.

JIRAPORN, Pornsit, CHINTRAKARN, Pandej, et LIU, Yixin. Capital structure, CEO dominance, and corporate performance. *Journal of Financial Services Research*, 2012, vol. 42, no 3, p. 139-158.

JOLY, Hervé. HEC-ENA, un couple qui marche. Document de travail, 2012.

JONES, Carla D., MAKRI, Marianna, et GOMEZ-MEJIA, Luis R. Affiliate directors and perceived risk bearing in publicly traded, family-controlled firms: The case of diversification. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2008, vol. 32, no 6, p. 1007-1026.

KADUSHIN, Charles. Friendship among the French financial elite. *American sociological review*, 1995, p. 202-221.

KANG, Jun-Koo, LIU, Wei-Lin, LOW, Angie, et ZHANG, Le. Friendly Boards and Innovation. FIRN Research Paper, 2014.

- KHANNA, Vikramaditya S., LU, Yao et KIM, E. Han. CEO Connectedness and Corporate Frauds.2014.Journal of Finance, forthcoming.
- KING, Michael R. et SANTOR, Eric. Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. Journal of Banking & Finance, 2008, vol. 32, no 11, p. 2423-2432.
- KOGAN, Nathan et WALLACH, Michael A. Modification of a judgmental style through group interaction. Journal of Personality and Social Psychology, 1966, vol. 4, no 2, p. 165.
- KOGUT, Bruce Mitchel (ed.). The small worlds of corporate governance.MIT Press, 2012.
- KOR, Yasemin Y. et MISANGYI, Vilmos F. Outside directors' industry-specific experience and firms' liability of newness. Strategic Management Journal, 2008, vol. 29, no 12, p. 1345-1355.
- KOR, Yasemin Y. et SUNDARAMURTHY, Chamu. Experience-based human capital and social capital of outside directors. Journal of Management, 2008.
- KRAMARZ, Francis et THESMAR, David. Social networks in the boardroom.Journal of the European Economic Association, 2013, vol. 11, no 4, p. 780-807.
- KRISHNAN, Gopal V. et VISVANATHAN, Gnanakumar. Does the SOX Definition of an Accounting Expert Matter? The Association between Audit Committee Directors' Accounting Expertise and Accounting Conservatism.Contemporary Accounting Research, 2008, vol. 25, no 3, p. 827-858.
- KROLL, Mark, WALTERS, Bruce A., et LE, Son A. The impact of board composition and top management team ownership structure on post-IPO performance in young entrepreneurial firms. Academy of Management Journal, 2007, vol. 50, no 5, p. 1198-1216.
- KUHNEN, Camelia M. Business networks, corporate governance, and contracting in the mutual fund industry. The Journal of Finance, 2009, vol. 64, no 5, p. 2185-2220.
- LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, et VISHNY, Robert W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. The Journal of Finance, vol. 55, no 1, p. 1-33.
- LAU, James, SINNADURAI, Philip, et WRIGHT, Sue. Corporate governance and chief executive officer dismissal following poor performance: Australian evidence. Accounting & Finance, 2009, vol. 49, no 1, p. 161-182.
- LEARY, Mark T. et MICHAELY, Roni. Determinants of dividend smoothing: Empirical evidence. Review of Financial Studies, 2011, vol. 24, no 10, p. 3197-3249.
- LEHN, Kenneth M., PATRO, Sukesh, et ZHAO, Mengxin. Determinants of the Size and Composition of US Corporate Boards: 1935-2000. Financial Management, 2009, vol. 38, no 4, p. 747-780.

LEUZ, Christian, NANDA, Dhananjay, et WYSOCKI, Peter D. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of financial economics*, 2003, vol. 69, no 3, p. 505-527.

LI, Yan, NG, David T., et SWAMINATHAN, Bhaskaran. Predicting market returns using aggregate implied cost of capital. *Journal of Financial Economics*, 2013, vol. 110, no 2, p. 419-436.

LYNALL, Matthew D., GOLDEN, Brian R., et HILLMAN, Amy J. Board composition from adolescence to maturity: A multitheoretic view. *Academy of Management Review*, 2003, vol. 28, no 3, p. 416-431.

MACPHERSON, Miller, SMITH-LOVIN, Lynn, et BRASHEARS, Matthew E. Social isolation in America: Changes in core discussion networks over two decades. *American Sociological Review*, 2006, vol. 71, no 3, p. 353-375.

MACPHERSON, Miller, SMITH-LOVIN, Lynn, et COOK, James M. Birds of a feather: Homophily in social networks. *Annual review of sociology*, 2001, p. 415-444.

MAK, Yuen Teen et LI, Yuan. Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore. *Journal of Corporate Finance*, 2001, vol. 7, no 3, p. 235-256.

MALENKO, Nadya. Communication and decision-making in corporate boards. *Review of Financial Studies*, 2013, p..

MALLETTE, Paul et FOWLER, Karen L. Effects of board composition and stock ownership on the adoption of "poison pills". *Academy of Management Journal*, 1992, vol. 35, no 5, p. 1010-1035.

MALMENDIER, Ulrike, TATE, Geoffrey, et YAN, Jon. Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of finance*, 2011, vol. 66, no 5, p. 1687-1733.

MANCINELLI, Luciana et OZKAN, Aydin. Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. *European Journal of Finance*, 2006, vol. 12, no 03, p. 265-282.

MARSDEN, Peter V. Core discussion networks of Americans. *American sociological review*, 1987, p. 122-131.

MAURY, Benjamin et PAJUSTE, Anete. Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 2005, vol. 29, no 7, p. 1813-1834.

MICHAELY, Roni et ROBERTS, Michael R. Corporate dividend policies: Lessons from private firms. *Review of Financial Studies*, 2012, vol. 25, no 3, p. 711-746.

MILGRAM, Stanley. Behavioral study of obedience. *The Journal of Abnormal and Social Psychology*, 1963, vol. 67, no 4, p. 371.

MIZRUCHI, Mark S. et STEARNS, Linda Brewster. A longitudinal study of the formation of interlocking directorates. *Administrative Science Quarterly*, 1988, p. 194-210.

MIZRUCHI, Mark S. et STEARNS, Linda Brewster. A longitudinal study of borrowing by large American corporations. *Administrative Science Quarterly*, 1994, p. 118-140.

MOSCOVICI, Serge et ZAVALLONI, Marisa. The group as a polarizer of attitudes. *Journal of personality and social psychology*, 1969, vol. 12, no 2, p. 125.

MURRAY, Alan I. Top management group heterogeneity and firm performance. *Strategic Management Journal*, 1989, vol. 10, no S1, p. 125-141.

NELSON, Teresa. The persistence of founder influence: Management, ownership, and performance effects at initial public offering. *Strategic Management Journal*, 2003, vol. 24, no 8, p. 707-724.

NGUYEN, Bang Dang. Does the Rolodex matter? Corporate elite's small world and the effectiveness of boards of directors. *Management Science*, 2012, vol. 58, no 2, p. 236-252.

OCASIO, William. Political dynamics and the circulation of power: CEO succession in US industrial corporations, 1960-1990. *Administrative Science Quarterly*, 1994, p. 285-312.

OUCHI, William G. Markets, bureaucracies, and clans. *Administrative science quarterly*, 1980, p. 129-141.

PEARCE, John A. et ZAHRA, Shaker A. The relative power of CEOs and boards of directors: Associations with corporate performance. *Strategic management journal*, 1991, vol. 12, no 2, p. 135-153.

PEASNELL, Ken V., POPE, Peter F., et YOUNG, Steven. Board monitoring and earnings management: do outside directors influence abnormal accruals?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2005, vol. 32, no 7-8, p. 1311-1346.

PEREIRA ALVES, Paulo F., COUTO, Eduardo, et FRANCISCO, Paulo. Board of directors' composition and capital structure. Available at SSRN 2379743, 2014.

PFEFFER, Jeffrey. Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, 1972, p. 218-228.

PFEFFER, Jeffrey. Size, composition, and function of hospital boards of directors: A study of organization-environment linkage. *Administrative Science Quarterly*, 1973, p. 349-364.

PROVAN, Keith G. Recognizing, measuring, and interpreting the potential/enacted power distinction in organizational research. *Academy of Management Review*, 1980, vol. 5, no 4, p. 549-559.

RAHEJA, Charu G. Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2005, vol. 40, no 02, p. 283-306.

RAVINA, Enrichetta et SAPIENZA, Paola. What do independent directors know? Evidence from their trading. *Review of Financial Studies*, 2010, vol. 23, no 3, p. 962-1003.

RENNEBOOG, Luc et ZHAO, Yang. Director networks and takeovers. *Journal of Corporate Finance*, 2013.

SAH, Raaj K. et STIGLITZ, Joseph E. The Architecture of Economic Systems: Hierarchies and Polyarchies. *The American Economic Review*, 1986, vol. 76, no 4, p. 716-727.

SAH, Raaj K. Fallibility in human organizations and political systems. *The Journal of Economic Perspectives*, 1991, p. 67-88.

SALANCIK, Gerald R. et PFEFFER, Jeffrey. A social information processing approach to job attitudes and task design. *Administrative science quarterly*, 1978, p. 224-253.

SCHMIDT, Breno. Costs and benefits of 'friendly' boards during mergers and acquisitions. In : EFA 2009 Bergen Meetings Paper. 2014.

SCHWARTZ-ZIV, Miriam et WEISBACH, Michael S. What do boards really do? Evidence from minutes of board meetings. *Journal of Financial Economics*, 2013, vol. 108, no 2, p. 349-366.

SETIA-ATMAJA, Lukas, TANEWSKI, George A., et SKULLY, Michael. The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2009, vol. 36, no 7-8, p. 863-898.

SHUE, Kelly. Executive networks and firm policies: Evidence from the random assignment of MBA peers. *Review of Financial Studies*, 2013, vol. 26, no 6, p. 1401-1442.

SICILIANO, Julie I. The relationship of board member diversity to organizational performance. *Journal of Business Ethics*, 1996, vol. 15, no 12, p. 1313-1320.

SIMONS, T. et PELLED, L. H. Understanding executive diversity: More than meets the eye. *Human Resource Planning*, 1999, vol. 22, p. 49-51.

SONG, Fenghua et THAKOR, Anjan V. Information control, career concerns, and corporate governance. *The Journal of Finance*, 2006, vol. 61, no 4, p. 1845-1896.

STEARNS, Linda Brewster et MIZRUCHI, Mark S. Board composition and corporate financing: The impact of financial institution representation on borrowing. *Academy of management Journal*, 1993, vol. 36, no 3, p. 603-618.

SUBRAHMANYAM, Avaidhar. Social networks and corporate governance. *European Financial Management*, 2008, vol. 14, no 4, p. 633-662.

SUN, Jerry, et CAHAN, Steven. The Effect of Compensation Committee Quality on the Association between CEO Cash Compensation and Accounting Performance. *Corporate Governance: an International Review*, 2009, vol. 17, no 2, p. 193-207.

SUN, Jerry, CAHAN, Steven F., et EMANUEL, David. Compensation Committee governance quality, chief executive officer stock option grants, and future firm performance. *Journal of Banking and Finance*, 2009, vol. 33, p. 1507-1519.

SUNDARAMURTHY, Chamu, MAHONEY, James M., et MAHONEY, Joseph T. Board structure, antitakeover provisions, and stockholder wealth. *Strategic Management Journal*, 1997, vol. 18, no 3, p. 231-245.

THOMSEN, Steen et PEDERSEN, Torben. Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 2000, vol. 21, no 6, p. 689-705.

UPADHYAY, Arun. Social Concentration on Boards, Corporate Information Environment and Cost of Capital. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2014, vol. 41, no 7-8, p. 974-1001.

UPADHYAY, Arun et SRIRAM, Ram. Board size, corporate information environment and cost of capital. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2011, vol. 38, no 9-10, p. 1238-1261.

UPADHYAY, Arun et ZENG, Hongchao. Gender and ethnic diversity on boards and corporate information environment. *Journal of Business Research*, 2014.

USEEM, Michael. *The inner circle: Large corporations and the rise of business political activity in the US and UK*. Oxford University Press, 1984.

UZZI, Brian. Embeddedness in the making of financial capital: How social relations and networks benefit firms seeking financing. *American sociological review*, 1999, p. 481-505.

VAFEAS, Nikos. Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2000, vol. 19, no 2, p. 139-160.

WEISBACH, Michael S. Outside directors and CEO turnover. *Journal of financial Economics*, 1988, vol. 20, p. 431-460.

WEN, Yu, RWEASIRA, Kami, et BILDERBEEK, Jan. Corporate governance and capital structure decisions of the Chinese listed firms. *Corporate Governance: An International Review*, 2002, vol. 10, no 2, p. 75-83.

WILKINS, Alan L. et OUCHI, William G. Efficient cultures: Exploring the relationship between culture and organizational performance. *Administrative science quarterly*, 1983, p. 468-481.

WU, De-Min. Alternative tests of independence between stochastic regressors and disturbances. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 1973, p. 733-750.

XIE, Biao, DAVIDSON III, Wallace N., et DADALT, Peter J. Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of corporate finance*, 2003, vol. 9, no 3, p. 295-316.

XUAN, Yuhai. Empire-building or bridge-building? Evidence from new CEOs' internal capital allocation decisions. *Review of Financial Studies*, 2009, vol. 22, no 12, p. 4919-4948.

YEO, Hee-Jung, POCHET, Christine, et ALCOUFFE, Alain. CEO reciprocal interlocks in French corporations. *Journal of Management and Governance*, 2003, vol. 7, no 1, p. 87-108.

ZAJAC, Edward J. et WESTPHAL, James D. The costs and benefits of managerial incentives and monitoring in large US corporations: When is more not better?. *Strategic Management Journal*, 1994, vol. 15, no S1, p. 121-142.

Table des matières

INTRODUCTION GENERALE

I. Le conseil d'administration : son rôle, son fonctionnement et les conséquences de la présence de relations sociales du dirigeant en son sein.....	33
A. Le rôle du conseil d'administration dans la gouvernance de la firme	34
1. Le rôle disciplinaire du conseil d'administration	34
2. Le rôle d'accompagnement stratégique du conseil d'administration	42
B. Les caractéristiques du conseil d'administration et ce qu'elles impliquent en termes de gouvernance.....	49
1. La taille du conseil d'administration	49
2. La composition du conseil d'administration	53
3. La position hiérarchique du dirigeant au sein du conseil d'administration	58
C. Coûts et bénéfices de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration.....	64
1. Les conséquences d'une diminution de la diversité au sein du conseil d'administration.....	65
2. Une diminution de l'indépendance pouvant occasionner du favoritisme et facilitant l'enracinement du dirigeant.....	71
D. Les conséquences de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration en termes de politique financière et de performance.....	78
1. Les conséquences en termes d'accès aux ressources financières	79
2. Les conséquences en termes de choix d'une structure de financement.....	82
3. Les conséquences en termes de création de valeur par la firme	84
II. Politique financière et performances : l'influence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration	87
A. Méthodologie générale de recherche commune aux différentes études	87
1. Le modèle général de régression utilisé et les variables de contrôle communes à chaque modèle de régression	87
2. Les données utilisées	92
3. Le traitement des biais d'endogénéité	95
B. Relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et politique financière	97
1. L'influence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la politique de dividendes.....	98
2. L'influence de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur l'arbitrage entre dette et fonds propres.....	121
C. Relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et performance de la firme	150
1. L'influence de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur le coût du capital.	150

2. L'influence de la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la performance..... 179
3. Quelle est l'influence des choix de politique financière en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur la performance comptable de la firme? 205

CONCLUSION GENERALE

Table des matières des tableaux

Tableau 1 :Les différents niveaux d'intensité relationnelle de la mesure de la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration.....	92
Tableau 2 : Statistiques descriptives concernant la relation entre la part de relations sociales du dirigeant et la politique de dividendes.....	113
Tableau 3 : Réseau social du dirigeant et politique de dividendes.....	115
Tableau 4 :Relations sociales et niveau de dividendes, une approche par les variables instrumentales.....	119
Tableau 5 :L'inclusion d'une variable de contrôle concernant la structure de propriété dans la relation entre relations sociales et niveau de dividendes.....	121
Tableau 6 :Statistiques descriptives concernant la relation entre part des relations sociales au sein du conseil d'administration et niveau d'endettement.....	135
Tableau 7 :L'influence des relations sociales du dirigeant sur l'arbitrage entre dette et capitaux propres.....	137
Tableau 8 :Approche par les variables instrumentales de la relation entre relations sociales et levier financier.....	141
Tableau 9 :Inclusion d'une variable de contrôle relative à la structure de propriété dans la relation entre la part des relations sociales du dirigeant et le levier financier.....	143
Tableau 10 : Choix de politique financière en présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration en fonction de la concentration du capital.....	149
Tableau 11 :Statistiques descriptives des éléments de calcul du coût du capital.....	167
Tableau 12 :Statistiques descriptives concernant la relation entre part de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et coût du capital.....	169
Tableau 13 :L'influence des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration sur le coût du capital.....	170
Tableau 14 :Relations sociales et coût du capital, une approche par les variables instrumentales.....	174
Tableau 15 :La place de la structure de propriété dans la relation entre la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et le coût du capital.....	175

Tableau 16 :L'influence du risque spécifique sur la relation entre la présence de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et le coût du capital.....	180
Tableau 17 :Statistiques descriptives concernant la relation entre part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et performance.....	189
Tableau 18 :Relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et performance.....	192
Tableau 19 :Performances et relations sociales, l'utilisation de variables instrumentales.....	195
Tableau 20 :Performance et relations sociales,l'inclusion de variables de contrôles concernant la structure de propriété.....	198
Tableau 21 :Performance et relations sociales du dirigeant en fonction du niveau d'incertitude auquel la firme doit faire face (mesuré par la volatilité).....	201
Tableau 22 :Performance et relations sociales du dirigeant en fonction du niveau d'incertitude auquel la firme doit faire face (mesuré par le niveau des opportunités de croissance).....	202
Tableau 23 :L'influence de la structure de propriété sur la relation entre relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration et performance de la firme.....	205
Tableau 24 :Relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration, politique de dividendes, et création de valeur.....	211
Tableau 25 :Relations sociales du dirigeant et endettement : quelle influence sur la création de valeur ?.....	212

GUIDE D'INTERPRETATION DES RESULTATS

Signification des astérisques :

*** : Variable statistiquement significative au seuil de 1%

** : Variable statistiquement significative au seuil de 5%

* : Variable statistiquement significative au seuil de 10%

Nom des variables

Variables de gouvernance :

Sch_ties : Nombre de relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration divisé par le nombre total d'administrateurs.

Sch_ties_d : Variable binaire égale à 1 si le dirigeant dispose d'au moins une relation sociale au sein du conseil d'administration et 0 sinon.

Sch_ties_instr : Moyenne sectorielle de la part des relations sociales du dirigeant au sein du conseil d'administration.

Gd_Corps : Variable binaire égale à 1 si le dirigeant est issu d'un Grand Corps de l'Etat et 0 sinon.

CEO_Chair : Variable binaire égale à 1 si le dirigeant préside le conseil d'administration et 0 sinon.

CEO_Found : Variable binaire égale à 1 si le dirigeant est fondateur de la firme et 0 sinon.

Exp_Fct : Temps passé en fonction par le dirigeant.

Two_tier_b : Variable binaire égale à 1 si la firme possède un système de gouvernance duale, avec un directoire et un conseil de surveillance. Sinon la variable est égale à 0.

Board_size : Taille du conseil d'administration mesurée comme le logarithme népérien du nombre total d'administrateurs.

Board_inde : Niveau d'indépendance du conseil d'administration mesurée comme le nombre d'administrateurs qualifiés d'indépendants au regard du code AFEP-MEDEF divisé par le nombre total d'administrateurs.

Vote_1 : Droits de vote détenus par le premier actionnaire.

Variables financières :

Divteq : niveau de dividendes calculé comme le ratio du total des dividendes payés par la firme divisé par la valeur comptable des capitaux propres de la firme.

Divtsales : niveau de dividendes calculé comme le ratio du total des dividendes payés par la firme divisé par le chiffre d'affaires de la firme.

FE_FP : levier financier calculé comme la valeur comptable des dettes totales divisée par la valeur comptable des capitaux propres.

Debtmktasset : levier financier calculé comme la valeur comptable des dettes totales divisée par la somme de la valeur comptable des capitaux propres et de la capitalisation boursière.

Rlngs : coût du capital implicite.

ROA : performance calculé comme le résultat d'exploitation (EBIT) divisé par l'actif total de la firme.

ROE : performance calculé comme le résultat d'exploitation (EBIT) divisé par la valeur des fonds propres de la firme.

ROCE : performance calculé comme le résultat d'exploitation (EBIT) divisé par la différence entre l'actif total de la firme et son passif circulant.

Growth : opportunités de croissance mesurées à l'aide du ratio market-to-book. On le calcule comme la somme de la valeur comptable des dettes et de la valeur de marché moins la valeur comptable des capitaux propres, le tout divisé par l'actif total de la firme.

Size : taille de la firme calculée comme le logarithme népérien de la capitalisation boursière.

Leverage : niveau d'endettement calculé comme le ratio de la valeur comptable de l'endettement total sur l'actif total de la firme.

Stock_volatility : volatilité de l'action de la firme calculée comme l'écart-type des rentabilités boursières sur l'année considérée.

Ubeta : sensibilité de l'action de la firme aux variations du portefeuille de marché calculé à l'aide du modèle de marché sur l'année considérée.

Momentum : rentabilité boursière de l'action de la firme sur l'année précédant l'année considérée.

Cash_Flow : capacité d'autofinancement de la firme calculée comme le ratio du cash-flow total sur l'actif total de la firme.

Asset_tangibility : tangibilité de l'actif calculée comme le ratio de la valeur comptable de la totalité des actifs tangibles divisée par la totalité de l'actif de la firme.

Annexes

Liste des firmes de l'échantillon

AIR FRANCE - KLM S.A.	Airlines
VICAT S.A.	Construction Materials
ALTRAN TECHNOLOGIES - ALTRAN S.A.	IT Consulting & Other Services
BOLLORE S.A.	Air Freight & Logistics
Mersen S.A.	Electrical Components & Equipment
NEXANS S.A.	Electrical Components & Equipment
TELEPERFORMANCE S.A.	Research & Consulting Services
HERMES INTERNATIONAL S.C.A.	Apparel, Accessories & Luxury Goods
NORBERT DENTRESSANGLE S.A.	Air Freight & Logistics
UBISOFT ENTERTAINMENT S.A.	Home Entertainment Software
SAFRAN S.A.	Aerospace & Defense
IPSOS S.A.	Advertising
NICOX SA	Biotechnology
JCDECAUX SA	Advertising
L'AIR LIQUIDE SOCIETE ANONYME POUR L'ETUDE ET L'EXPLOITATION DES PROCEDES GEORGES CLAUDE	Industrial Gases
COMPAGNIE GENERALE DE GEOPHYSIQUE - VERITAS S.A.	Oil & Gas Equipment & Services
CARREFOUR S.A.	Hypermarkets & Super Centers
L'OREAL S.A.	Personal Products
VALLOUREC S.A.	Industrial Machinery
ACCOR S.A.	Hotels, Resorts & Cruise Lines
BOUYGUES S.A.	Construction & Engineering
LAFARGE S.A.	Construction Materials
SANOFI S.A.	Pharmaceuticals

DANONE S.A.	PackagedFoods&Meats
PERNOD RICARD S.A.	Distillers&Vintners
IMERYS S.A.	Construction Materials
SOCIETE B I C S.A.	Office Services & Supplies
CIMENTS FRANCAIS S.A.	Construction Materials
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON S.A.	Apparel, Accessories&LuxuryGoods
FAURECIA S.A.	Auto Parts & Equipment
RUBIS S.C.A.	Gas Utilities
COMPAGNIE GENERALE DES ETABLISSEMENTS MICHELIN S.C.A.	Tires &Rubber
THALES S.A.	Aerospace &Defense
PPR S.A.	Department Stores
PEUGEOT SA	Automobile Manufacturers
CLUB MEDITERRANEE S.A.	Hotels, Resorts& Cruise Lines
ESSILOR INTERNATIONAL (Compagnie Generale d'Optique) S.A.	Health Care Supplies
SEB S.A.	HouseholdAppliances
HAVAS S.A.	Advertising
SCHNEIDER ELECTRIC SA	Electrical Components & Equipment
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN S.A.	Building Products
CAP GEMINI S.A.	IT Consulting &Other Services
VINCI S.A.	Construction & Engineering
CASINO GUICHARD-PERRACHON S.A.	Food Retail
ALCATEL LUCENT S.A.	Communications Equipment
LAGARDERE SCA	Publishing
VALEO S.A.	Auto Parts & Equipment
Eiffage S.A.	Construction & Engineering
PUBLICIS GROUPE SA	Advertising
DASSAULT SYSTEMES S.A.	Application Software

TECHNIP S.A.	Oil&Gas Equipment & Services
RENAULT S.A.	Automobile Manufacturers
SOITEC S.A.	Semiconductors
ILIAD S.A.	Alternative Carriers
BOURBON S.A.	Oil&Gas Equipment & Services
BUREAU VERITAS - REGISTRE INTERNATIONAL DE CLASSIFICATION DE NAVIRES ET D'AERONEFS S.A.	Research& Consulting Services
PAGESJAUNES GROUPE S.A.	Publishing
BIOMERIEUX S.A.	Health Care Equipment
SAFT GROUPE SA	Electrical Components & Equipment
ALSTOM S.A.	Heavy Electrical Equipment
EUTELSAT COMMUNICATIONS S.A.	Cable& Satellite
IPSEN S.A.	Pharmaceuticals
LEGRAND S.A.	Electrical Components & Equipment
ARKEMA S.A.	CommodityChemicals
AEROPORTS DE PARIS S.A.	Airport Services
REXEL S.A.	Trading Companies&Distributors
MAUREL & PROM NIGERIA S.A.	Oil&Gas Exploration & Production
INGENICO S.A.	IT Safety
VIVENDI S.A.	Diversified Entertainment
ERAMET S.A.	Mining and Metals
REMY COINTREAU S.A.	Distillers&Vintners
TOTAL S.A.	Oil&Gas Exploration & Production
SODEXO	Restaurants
GEMALTO	IT Safety
TF1	Media &Television

METROPOLE 6	Media & Television
EUROTUNNEL	Transportations
VEOLIA ENVIRONNEMENT	Community Services

Exemple de notice bibliographique du Who's Who in France 2013 :

Folz, Jean-Martin, Ingénieur, Administrateur de sociétés. **Né le** 11 janvier 1947 à Strasbourg (Bas-Rhin). **Fils de** Robert Folz, Universitaire, **et de** Mme, née Marianne Bock. **Mar.** le 31 juillet 1968 à Mlle Marie-Claire Picardet (2 enf. : Elise [Mme Frédéric Fourré], Juliette [Mme Olivier Druel]).

Etudes : Lycée Carnot à Dijon, Ecole Sainte-Geneviève à Versailles. **Dipl.** : Ancien élève de l'Ecole polytechnique, Ingénieur au corps des mines.

Carr. : Pensionnaire de la maison franco-japonaise à Tokyo (Japon) (1970-71), Ingénieur des mines à Rouen (1972-74), Conseiller technique au cabinet de Vincent Ansquer (ministre du Commerce et de l'Artisanat) (1974-76), Directeur adjoint du cabinet de Vincent Ansquer (ministre de la Qualité de la vie) (1976-77), Directeur du cabinet d'Antoine Rufenacht (secrétaire d'Etat auprès du ministre de l'Industrie, du Commerce et de l'Artisanat) (1977-78), Chargé de mission à la direction générale de Rhône-Poulenc (1978), Directeur de l'usine Rhône-Poulenc Polymères à Saint-Fons (1979-80), Directeur général adjoint de Rhône-Poulenc spécialités chimiques (1981-84), Directeur général adjoint puis Président-directeur général de Jeumont-Schneider (1984-87), Directeur général de Péchiney (1987-91), Président de Carbone Lorraine (1987-91), Directeur général d'Eridania Béghin-Say (1991-95); au groupe PSA Peugeot-Citroën (1995-2007) : Directeur général délégué d'Automobiles Peugeot (1996), Directeur de la division automobile (1996), Président du directoire (1997-2007) de Peugeot SA, Président d'Automobiles Peugeot et d'Automobiles Citroën (1997-2007), Président d'Eutelsat (depuis 2011); Président de la commission de l'énergie du Conseil national du patronat français (CNPf) (1992-94), de la commission économique de l'Association nationale des industries agro-alimentaires (Ania) (1993-95), de la Fondation de l'école polytechnique (2000-07), Vice-président du Syndicat national des fabricants de sucre (1993-95), Président de l'Association européenne des constructeurs automobiles (Acea) (2001), Membre du bureau de l'Union des industries métallurgiques et minières (Uimm) (1998-2007), Administrateur (2001), Président (2007-10) de l'Association française des entreprises privées (Afed), Membre de la Commission du livre blanc sur la défense et la sécurité nationale (2007-08); Membre du conseil de surveillance puis du conseil d'administration de Carrefour (2007-11) et d'Axa (depuis 2007), Administrateur de l'Ecole polytechnique (1999-2007), de Saint-Gobain (depuis 2001), de Solvay (depuis 2002), de la Société générale et d'Alstom (depuis 2007). **Décor.** : Officier de la Légion d'honneur, Commandeur de l'ordre national du Mérite, Officier du Mérite agricole

