



AIREPME

Association Internationale de REcherche en PME

CIFPME 2000

**5° Congrès International Francophone
sur la PME**

25, 26 et 27 octobre 2000 à Lille

Site web de l'Institut d'Administration des Entreprises de Lille :

<http://www.iae.univ-lille1.fr>

Site web du CLAREE (Centre Lillois d'Analyse et de Recherche sur l'Evolution
des Entreprises) :

<http://www.univ-lille1.fr/claree>

Site web de l'ADREG (Association de Diffusion et de Recherche en
Entrepreneuriat et en Gestion) :

<http://www.adreg.net>

Site web de l'AIREPME :

<http://www.airepme.univ-metz.fr/>

LE « CORPORATE GOVERNANCE » DANS LES SOCIÉTÉS COTÉES SUR L'EURO NM : ETUDE EXPLORATOIRE

Frank Janssen*

Maître de conférences invité
Centre Européen de la P.M.E., Institut d'Administration et de Gestion
Université Catholique de Louvain
Place des Doyens, 1 1348 Louvain-La-Neuve Belgique
Tél.: +32 (10) 47 84 28 Fax : +32 (10) 47 84 32 E-Mail : janssen@poge.ucl.ac.be

et

Alexandre Braconnier*

Strategy & Competition Analyst
Heidelberger Zement Group
185, Chaussée de la Hulpe, 1170 Bruxelles, Belgique
Tél.: +32.2.678.32.29 Fax : + 32.2.678.32.09
E-Mail : Alexandre.Braconnier@CBRGROUP.COM

Résumé :

L'objectif de cette communication est d'étudier, au travers de l'information circulant entre les sociétés et leurs actionnaires, l'influence de la nationalité, de la taille et du type d'actionnariat des entreprises cotées sur L'Euro NM, marché boursier paneuropéen conçu pour les jeunes entreprises à forte croissance, sur le « corporate governance » au sein de ces firmes. A cet effet, les rapports annuels pour 1997 d'un échantillon de sociétés cotées sur l'Euro NM sont analysés en fonction de critères issus de recommandations relatives aux informations à diffuser par les sociétés cotées sur leur administration et leur gestion, publiées par un organisme public.

* Les auteurs remercient le professeur Josée St-Pierre pour sa relecture d'une version antérieure et pour ses conseils précieux, ainsi que les arbitres anonymes pour leurs commentaires judicieux. Les auteurs demeurent seuls responsables des erreurs qui subsisteraient dans cette communication.

Introduction

Depuis quelques années, suite à divers événements¹ ayant secoué les milieux d'affaires et à la montée en puissance des mouvements de défense des actionnaires², la problématique du « corporate governance »³ revient régulièrement dans l'actualité économique et financière de nombreux pays d'Europe.

Ce terme désigne un ensemble de règles, de pratiques ou plus globalement une façon d'envisager l'entreprise de telle sorte que les rôles des actionnaires, dirigeants et administrateurs soient clairement définis et leur espace discrétionnaire délimité, menant in fine à une gestion efficace et transparente de la firme. Ces règles visent notamment à diminuer l'asymétrie d'information entre les différents acteurs de la firme et, partant, à restreindre la possibilité pour les dirigeants d'entreprises d'adopter un comportement opportuniste. Les règles de « corporate governance » trouvent principalement à s'appliquer lorsqu'il y a relation d'agence, c'est-à-dire séparation du pouvoir et de la propriété, de la gestion et de la surveillance au sein de l'entreprise. Bien entendu, cette séparation est plus marquée lorsqu'une entreprise est cotée sur un marché boursier.

Afin d'attirer les investisseurs internationaux, de stimuler les marchés boursiers européens et de protéger les actionnaires minoritaires, divers organismes professionnels et publics européens⁴ ont récemment formulé des recommandations en matière de « corporate governance ». Le « Committee on the financial aspects of corporate governance » anglais fut le premier à publier un rapport sur le sujet, connu sous le nom de rapport Cadbury (1992). Celui-ci a influencé les initiatives prises dans d'autres états⁵. La Commission Bancaire et Financière belge (ci-après la « CBF »), par exemple, s'en est largement inspirée pour édicter une série de recommandations relatives aux informations que les sociétés cotées devraient fournir à leurs actionnaires.

Si certains de ces organismes ont contrôlé la manière dont les entreprises cotées sur leurs marchés boursiers nationaux⁶ respectaient les principes de « corporate

¹ Tels que, par exemple la fusion des sociétés Suez et Lyonnaise des Eaux ou encore l'intégration de Fortis et de la Générale de Banque en 1998.

² Tels que par exemple le fonds de pension américain CalPERS, la société belge Déminor, la société française Proxinvest, etc.

³ Ce terme a fait l'objet de nombreuses définitions (par exemple O.C.D.E., 1995 ; Gomez, 1996 ; Charreaux, 1997 ; Shleifer et Vishny, 1997) plus ou moins larges allant quelquefois jusqu'à intégrer les intérêts des « stakeholders » (Demb et Neubauer, 1997) ou des travailleurs (Boot, 1994). Ces définitions présentent toutefois un commun dénominateur, à savoir que le « corporate governance » constitue un ensemble de principes visant à concilier les intérêts des différents acteurs de la firme. La problématique du « corporate governance » trouve son origine dans les travaux relatifs aux intérêts divergents des acteurs gravitant autour et au sein de la firme. Ces théories présentent l'entreprise comme un nœud d'intérêts potentiellement divergents. Berle et Means (1932) en furent les pionniers. D'autres auteurs, devenus des classiques, tels que Baumol (1959) ou Marris (1964) étudieront par la suite les différents objectifs poursuivis par les gestionnaires d'entreprise. Ces travaux seront notamment prolongés par Jensen et Meckling (1976) dont la « théorie de l'agence » a pour objet de définir les moyens de contrôle de la délégation de droits qu'implique le contrat de société.

⁴ A l'exception notable de l'Allemagne, où aucun rapport officiel n'a été publié.

⁵ Voir section 4.1.

⁶ En 1998, la Bourse de Bruxelles et la Commission bancaire et financière belge, par exemple, ont chacune publié une étude visant à déterminer si les sociétés cotées à la Bourse de Bruxelles respectent les recommandations non contraignantes qu'elles avaient publiées.

governance » qu'ils avaient édictés, le « corporate governance » au sein des entreprises cotées à l'Euro NM, marché boursier paneuropéen des jeunes entreprises en croissance, n'a fait l'objet d'aucune étude spécifique. Outre le fait que ce marché soit composé de plusieurs segments nationaux, il constitue également un objet d'étude intéressant pour la diversité en termes de taille des entreprises qui y sont cotées. Cela permet d'analyser à la fois l'influence des particularismes nationaux et l'impact de la taille sur le respect des critères de « corporate governance ».

Nous avons choisi d'étudier un aspect particulier du respect des principes de « corporate governance » par les sociétés cotées à l'Euro NM : l'information sur l'administration et la gestion de l'entreprise donnée aux actionnaires au travers du rapport annuel que celle-ci publie. Sur base des recommandations publiées par la CBF, nous avons identifié les informations constitutives d'un « bon »^a « corporate governance » et recherché dans les rapports annuels d'un échantillon d'entreprises cotées à l'Euro NM si ces informations s'y trouvaient. Nous avons ensuite mesuré s'il existe un lien avec la nationalité des sociétés, leur taille ou leur structure de propriété.

Après avoir détaillé les informations que nous avons recherchées dans les rapports annuels, nous présenterons brièvement l'Euro NM. Nous expliquerons ensuite la méthodologie utilisée et décrirons notre échantillon. Nous analyserons enfin les résultats de notre recherche relatifs à un éventuel lien entre le fait de fournir ou non ces informations et la nationalité, la taille et la structure de propriété des entreprises étudiées.

1. Les informations à fournir aux actionnaires

Le Rapport Cadbury est une source importante de règles de « corporate governance ». En s'inspirant de celui-ci, la CBF a publié en janvier 1998 des recommandations relatives aux informations à diffuser par les sociétés cotées sur leur administration et leur gestion. Nous avons décidé d'utiliser ces recommandations dans le cadre de cette étude pour leur caractère particulièrement clair et complet. Elles visent, bien entendu, à réduire l'asymétrie d'information entre les dirigeants et administrateurs, d'une part, et les actionnaires de l'entreprise, d'autre part.

Selon la CBF, 7 types d'informations sont constitutifs d'un « bon » « corporate governance » et devraient être fournis par les sociétés cotées à leurs actionnaires au travers de leurs rapports annuels : la présence d'une rubrique spécifique « corporate governance » dans le rapport annuel (i), des informations relatives à la composition (ii) et au fonctionnement du conseil d'administration (iii), aux comités créés par celui-ci (iv), à la gestion journalière (v), à la politique d'affectation du résultat (vi), et finalement aux relations avec les actionnaires dominants (vii).

Ces 7 types d'informations ont été décomposés en 30 informations spécifiques.

1.1. Section spécifique dans le rapport annuel

Il est recommandé aux sociétés d'insérer dans leur rapport annuel une section spécifique consacrée au « corporate governance » qui soit clairement identifiable et comparable d'une année à l'autre. Il s'agit d'un signal clair de l'intérêt porté par l'entreprise à cette question. A notre sens, cela ne doit pas nécessairement se dégager de l'intitulé de la section. Il suffit que le contenu de celle-ci reprenne les enjeux majeurs de cette problématique.

1.2. Composition du conseil d'administration

Les informations relatives à la composition du conseil d'administration sont essentielles pour les investisseurs car elles leur permettent notamment de mieux cerner la structure de pouvoir au sein de cet organe, de juger de l'indépendance et des compétences des administrateurs, ou de savoir selon quelles procédures et quels critères ils sont sélectionnés, et leur mandat, le cas échéant, renouvelé.

Huit informations portant sur la composition du conseil d'administration devraient figurer dans les rapports annuels :

- Indication des administrateurs représentant les actionnaires dominants. Cette information donne à l'investisseur une idée de la structure de pouvoir et d'influence existant au sein du conseil d'administration.
- Indication des administrateurs délégués à la gestion journalière⁷. Cette information permet à l'actionnaire de connaître la personne choisie par le conseil pour gérer la société au jour le jour.
- Indication des administrateurs indépendants⁸. La présence d'administrateurs indépendants est une solution recommandée pour assurer une certaine indépendance du conseil face aux dirigeants ou aux actionnaires majoritaires (Van Hulle, 1996). Leur rôle est également de garantir la conformité à l'intérêt social des décisions du conseil. Le Rapport Cadbury soulignait déjà leur rôle important.
- Indication de la fonction principale des administrateurs en dehors de la société. Il s'agit non seulement d'un indicateur d'indépendance, mais surtout de l'expertise de chaque administrateur. Nous estimons que cette exigence est satisfaite si le rapport

⁷ L'administrateur délégué est l'équivalent du président de la compagnie ou du « chief executive officer » américain. C'est lui qui gère la société, tandis que le conseil est chargé de surveiller sa gestion.

⁸ La Commission Belge du « corporate governance » est d'avis qu'un administrateur peut être considéré comme indépendant lorsque :

- il ne fait pas partie de la direction, ni des organes de gestion, ni de la direction des sociétés liées (filiales, etc.) et n'a pas non plus rempli une des fonctions susmentionnées au cours de l'année écoulée ;
- il n'a pas de lien de parenté avec un administrateur exécutif pouvant influencer son jugement indépendant ;
- il ne fait pas partie de la direction, ni du conseil d'administration d'un des actionnaires dominants ; il n'est pas non plus élu sur proposition des actionnaires dominants et il n'a aucune relation d'affaires, financière ou autre avec eux qui soit de nature à influencer son pouvoir de jugement ;
- il ne fournit ni biens, ni services qui soient de nature à influencer son jugement ; ceci vaut également pour les membres de la société dont le conseiller ou le consultant fait partie ;
- il n'entretient aucune relation avec la société qui, de l'avis du conseil d'administration, serait de nature à influencer l'autonomie de son pouvoir de jugement ; la rémunération qu'il perçoit, ainsi que la détention personnelle d'un nombre limité d'actions de la société, ne sont pas considérées comme ayant une telle influence (Bourse de Bruxelles, 1998).

annuel mentionne les autres sociétés dans lesquelles ces administrateurs exercent un mandat et le contenu de celui-ci.

- Indication de la date d'échéance des mandats des administrateurs⁹.
- Indication des règles régissant la nomination et le renouvellement des mandats des administrateurs.
- Indication de la limite d'âge instaurée au sein du conseil d'administration. Une limite d'âge pour la fonction d'administrateur est parfois insérée dans les statuts et il est recommandé de la rappeler dans le rapport annuel.
- Indication des personnes physiques représentant des administrateurs personne morale et de leur fonction au sein de la société qu'ils représentent. Il s'agit également d'un indicateur de l'indépendance des administrateurs.

1.3. Fonctionnement du conseil d'administration

Ces informations permettent notamment de juger de l'implication effective du conseil d'administration dans la marche des affaires de l'entreprise (Commission bancaire et financière, 1998) et de la surveillance exercée par celui-ci sur la gestion de la société. Elles portent également sur la séparation entre les fonctions de président du conseil d'administration et d'administrateur délégué qui permet de réduire les coûts de surveillance de l'entreprise (Jensen, 1993). Elles décrivent enfin les éventuelles règles régissant l'exercice de cette fonction et la manière dont les administrateurs sont rétribués. Ce type d'information peut également être découpé en 8 sous-informations spécifiques :

- Indication du nombre de réunions pendant l'année¹⁰.
- Indication des types de sujets les plus significatifs débattus au sein du conseil d'administration. Le rapport annuel doit préciser ces sujets de manière claire.
- Indication de l'existence de règles particulières relatives à la prise de décision au sein du conseil.
- Description de la manière dont le conseil d'administration s'est organisé pour exercer la surveillance de la gestion journalière¹¹.
- Si le président du conseil est délégué à la gestion journalière¹², indication de la manière dont le conseil s'est organisé pour tenir compte de cette situation.
- Description de la manière dont le conseil d'administration s'est organisé pour suivre l'évolution des filiales et participations de l'entreprise.
- S'il existe des règles relatives l'exercice de la fonction d'administrateur, mention de ce fait et résumé du contenu de ces règles.

⁹A cet égard, relevons que certaines organisations nord-américaines recommandent que les administrateurs indépendants limitent leur participation au conseil à une période de 7 ans pour conserver ce statut d'indépendants (St-Pierre, 2000).

¹⁰Nous estimons que cette condition est remplie si les rapports indiquent le nombre de réunions tenues par le conseil d'administration, les dates auxquelles ces réunions avaient eu lieu ou encore le nombre de réunions généralement tenues chaque année par le conseil.

¹¹Les phrases du type “ *Le conseil d'administration se tient régulièrement informé des activités de l'entreprise* ” ne sont pas satisfaisantes. Par contre les rapports indiquant que le conseil a été tenu informé mensuellement du cours des affaires au moyen de rapports écrits ou qu'un membre du conseil d'administration siégeait régulièrement aux réunions du conseil de direction ont été jugés satisfaisantes.

¹²C'est-à-dire si les fonctions de président du conseil et d'administrateur délégué ne sont pas séparées.

- Indications sur les règles et procédures relatives aux rémunérations globales, tantièmes, avantages en nature et options sur actions alloués aux administrateurs et sur les crédits et avances qui leur seraient accordés.

1.4. Comités créés par le conseil d'administration (autres que le comité chargé de la gestion journalière)

La problématique des comités créés par le conseil d'administration touche à la question de la neutralité de ce dernier. Le rapport Cadbury recommande la mise en place de comités autonomes pour des sujets tels que la rémunération et la nomination d'administrateurs, ainsi que pour l'audit des comptes de la société. Il est recommandé de fournir 5 sous-informations spécifiques :

- Indication des éventuels comités créés par le conseil d'administration (autres que les comités chargés de la gestion journalière).
- Indication de la composition de ces comités.
- Indication des attributions de ces comités.
- Indication de leur mode de fonctionnement.
- Indication de la fréquence des réunions de ces comités.

1.5. Gestion journalière

Ces informations sont relatives au comité exécutif éventuellement mis en place par le conseil d'administration pour gérer la société au jour le jour. Elles peuvent également être segmentées en 5 sous-informations spécifiques :

- Indication des comités chargés de la gestion journalière.
- Indication de la composition du comité de gestion journalière et de la qualité de ses membres.
- Indication de la fréquence des réunions du comité de gestion journalière.
- Indication de la nature des compétences exercées par le comité et répartition des compétences.
- Indication d'autres délégations éventuelles significatives de la gestion journalière.

1.6. Indications sur la politique d'affectation du résultat

Des informations claires et précises relatives à la politique d'affectation du résultat sont essentielles pour les actionnaires. Ces derniers devraient à tout le moins savoir si l'entreprise compte distribuer des bénéfices ou s'autofinancer. De même, la société devrait les informer quant à l'affectation des bénéfices exceptionnels.

1.7. Relations avec les actionnaires dominants

Cette information est importante pour cerner la structure de pouvoir au sein de la société et se faire une idée de l'emprise des actionnaires dominants sur celle-ci. Elle comporte 2 sous-informations :

- Indication des conventions entre actionnaires et de leur contenu.
- Indications relatives aux comités d'actionnaires ou d'administrateurs constitués en application de ces conventions et à leur rôle.

Avant d'aborder la partie empirique de ce papier, portant sur la communication des informations décrites ci-dessus par les entreprises de l'Euro NM, il convient de brièvement présenter ce marché

2. Brève présentation de l'Euro NM

L'Euro NM est un réseau paneuropéen de marchés boursiers, ayant pris la forme d'un Groupement Européen d'Intérêt Économique¹³ (GEIE) qui s'adresse particulièrement aux jeunes entreprises possédant un fort potentiel de croissance, quel que soit leur domaine d'activité. Les membres de l'Euro NM sont la Bourse de Paris (Le Nouveau Marché), la Bourse d'Amsterdam (Nmax), la Bourse de Francfort (Neuer Markt), la Bourse de Bruxelles (Euro NM Belgium) et la Bourse de Milan (Nuovo Mercato).

La création d'un marché européen de valeurs de croissance répondait à un besoin évident. Cette nécessité avait été soulignée par plusieurs études (Commission européenne, 1995 ; EVCA, 1997). Partant de l'idée que les PME et, plus particulièrement les jeunes entreprises innovantes, constituent des éléments essentiels pour les économies européennes, il était primordial de soutenir ces entreprises généralement confrontées à la difficulté de lever des capitaux pour financer leur développement (Belletante et Levratto, 1995 ; Wtterwulghe et Janssen, 1998) et d'éviter qu'elles ne s'adressent à des marchés non européens, tels que le NASDAQ. On craignait également que l'insuffisance de capitaux investis à long terme compromette le développement des secteurs à forte croissance et fragilise la compétitivité internationale de l'Europe.

L'Euro NM a donc été créé avec deux objectifs avoués. Le premier était d'offrir une réelle dimension européenne, notamment grâce à un système intégré de cotation et d'ordres boursiers. Le second était de garantir un accès aisé aux différents marchés grâce à des critères d'admission moins exigeants que ceux des Bourses nationales principales. Ces critères ont progressivement été harmonisés par les 5 membres de l'Euro NM¹⁴.

¹³ Un G.E.I.E. est une structure juridique fiscalement transparente, créée pour fournir des services de support à ses membres. Il peut agir juridiquement de manière autonome. Sa forme est libre et fixée par un contrat (Règlement 2137/85/CEE du conseil du 25 juillet 1985 relatif à l'institution d'un Groupement Européen d'Intérêt Economique).

¹⁴ L'approbation d'une demande d'accès à la cote relève des différentes autorités boursières nationales. Les entreprises doivent s'adjoindre les conseils d'au moins un introducteur-teneur de marché. La devise de cotation est l'euro. Les membres du marché doivent être des sociétés d'investissement reconnues. L'accès à la bourse doit se faire obligatoirement par le biais d'une augmentation de capital. Les capitaux mis en bourse doivent représenter au moins 20 % des fonds propres de l'entreprise. Le montant des capitaux levés doit être de minimum 5 millions d'euro, représentés par plus de 100.000 actions. Les fonds propres de l'entreprise candidate à une cotation doivent être d'au moins 1.5 millions d'euro. Il n'y a par contre aucune limite inférieure exigée quant au total du bilan de l'entreprise. Il existe certaines règles concernant la structure du prospectus : il doit être conforme aux normes européennes et comporter une section reprenant tous les facteurs de risque auxquels l'entreprise est exposée. Le prospectus et les rapports annuels doivent être rédigés au moins en anglais. Les entreprises cotées doivent, une fois la phase d'introduction passée, se conformer aux critères de maintien suivants : publier des rapports trimestriels ainsi qu'un rapport annuel selon les prescriptions de chaque autorité de marché ; rendre public leur calendrier d'entreprise ; recruter un *sponsor* (l'introducteur-teneur de marché) permanent ; publier tout changement dans les parts détenues par la direction de l'entreprise.

C'est la Bourse de Paris qui, la première, a créé un Nouveau Marché le 14 février 1996. Plus de 70 sociétés y étaient cotées fin-1998¹⁵. Le montant total des capitaux représentait environ 10 % de la capitalisation totale de l'Euro NM¹⁶.

Nmax, le Nieuwe Markt d'Amsterdam, a été lancé le 20 février 1997. Douze sociétés y étaient cotées fin-1998. Le montant des capitaux levés représentait plus de 2 % de la capitalisation totale du réseau.

Le Neuer Markt de la Deutsche Börse fonctionne depuis le 10 mars 1997. Plus de 50 sociétés y étaient cotées fin-1998. Sa capitalisation totale s'élevait à 39.015 millions d'euro, soit plus de 87 % de la capitalisation du réseau.

Euro NM Belgium, le nouveau marché de la Bourse de Bruxelles a coté sa première société en avril 1997. Huit sociétés y étaient cotées à fin-1998. Sa capitalisation totale représentait près de 0,8 % de la capitalisation totale de l'Euro NM.

Le Nuovo Mercato de Milan a rejoint le réseau en janvier 1999 et sa première valeur y est cotée depuis le mois de juin 1999.

3. Méthodologie et description de l'échantillon

Par courrier électronique ou ordinaire, nous avons demandé aux 142¹⁷ sociétés cotées fin-1998 sur l'Euro NM et ayant publié un rapport annuel en 1997 de nous adresser ce dernier¹⁸. 51 sociétés, soit près de 36 %, nous ont adressé leur rapport annuel pour 1997. Nous avons donc analysé les rapports annuels de 3 sociétés cotées à Bruxelles (soit 100 % des sociétés cotées sur l'Euro NM Belgium fin-1998 et ayant publié un rapport annuel en 1997), 21 cotées à Paris (soit près de 30 % des sociétés cotées sur le Nouveau Marché fin-1998), 22 cotées à Francfort (soit 40 % des sociétés cotées sur le Neuer Markt fin-1998) et 5 sociétés cotées à Amsterdam (soit près de 42 % des sociétés cotées sur le Nmax fin-1998)¹⁹.

Les 30 informations relatives au corporate governance détaillées ci-dessus ont été recherchées dans chacun des rapports annuels.

Sur base des moyennes et des médianes de nos observations, nous avons également établi un profil-type des entreprises cotées sur les bourses du réseau Euro NM.

Tableau 1 : Profil-type des entreprises de l'Euro NM

¹⁵ L'Echo, 30 décembre 1998

¹⁶ Les chiffres relatifs à la capitalisation portent sur la mi-1999.

¹⁷ L'Echo, 30 décembre 1998.

¹⁸ Nous ne disposons d'informations précises quant à la publication d'un rapport annuel en 1997 que pour les sociétés cotées à l'Euro NM Belgium. Les autorités boursières allemandes, françaises et néerlandaises ne pouvant ne fournir cette information, nous avons émis l'hypothèse que les sociétés cotées sur ces marchés fin-1998 avaient publié un rapport en 1997.

¹⁹ Le segment italien de l'Euro-NM n'étant opérationnel que depuis janvier 1999, aucune société cotée sur ce marché ne fait partie de notre échantillon.

	Belgique (n=3)		France (n=21)		Allemagne (n=22)		Pays-Bas (n=5)		Euro NM (n=51)	
	<i>méd.</i>	<i>moy.</i>	<i>méd.</i>	<i>moy.</i>	<i>méd.</i>	<i>moy.</i>	<i>méd.</i>	<i>moy.</i>	<i>méd.</i>	<i>moy.</i>
Capitaux propres	6.960.490	13.755.974	9.091.713	13.370.409	15.011.556	22.136.895	1.807.841	3.960.029	9.589.682	15.845.361
Total du bilan	14.357.021	15.698.445	17.837.063	22.333.112	50.424.490	52.500.987	4.578.017	7.903.118	19.640.556	32.119.371
Chiffre d'affaire	5.156.782	4.200.259	11.782.578	13.654.570	45.087.943	62.260.772	6.613.375	7.041.913	13.881.609	32.577.133
Nombre de travailleurs	22	21,5	96	125	204	395	22	56	125	228

L'entreprise type de l'Euro NM avait en 1997 des capitaux propres s'élevant à plus de 9,5 millions EUR. Elle a réalisé pour cette même année un chiffre d'affaires de près de 14 millions EUR. Le total de son bilan pour 1997 s'élève à plus de 19,6 millions EUR. Elle employait 125 salariés. Cette entreprise-type correspond donc à une entreprise moyenne telle que définie par la Recommandation de la Commission européenne du 3 avril 1996²⁰.

Nous nous sommes également intéressés au profil des entreprises présentes sur chaque segment national. On constate que les entreprises cotées sur le Nouveau Marché sont plutôt des entreprises moyennes. Les entreprises de l'Euro NM Belgium et du Nmax sont encore des petites entreprises²¹. En ce qui concerne la Belgique, cela tend à confirmer les résultats d'autres études mettant en exergue la faible croissance des PME de ce pays (Janssen et Wtterwulgh, 1998). Les entreprises du Neuer Markt sont quant à elles des grandes entreprises au sens de la législation européenne. Cette constatation nous a surpris dans la mesure où l'Euro-NM est sensé être un marché pour entreprises moyennes.

Dans la section suivante, nous analyserons successivement l'impact de la nationalité²², de la taille et de la structure de propriété des entreprises étudiées sur le respect ou non des 30 recommandations liées aux informations à fournir en matière de « corporate governance ».

4. Résultats

4.1. Influence de la nationalité des entreprises sur le respect des recommandations

Les règles de « corporate governance » varient fréquemment d'un pays à l'autre. L'origine de ces disparités est à chercher dans les différences de systèmes législatifs et

²⁰ Selon la Commission (JOCE, L 107/4, 1996), doivent être considérées comme entreprises moyennes, les entreprises :

- employant entre 50 et 250 personnes
- dont, soit le chiffre d'affaires se situe entre 7 et 40 millions EUR, soit le total du bilan annuel est compris entre 5 et 27 millions EUR.
- qui ne sont pas détenues à hauteur de 25 % ou plus du capital ou des droits de vote par une ou plusieurs grandes entreprises.

²¹ Les entreprises belges sont en moyenne très légèrement plus jeunes (2 ans) que les autres.

²² Nous parlerons indifféremment de nationalité ou d'appartenance à un segment national car, à de rares exceptions près, ces critères se confondent pour les entreprises de notre échantillon.

financiers, comme dans les habitudes historiques et culturelles de chaque pays. On peut distinguer deux grands systèmes de financement des entreprises ainsi que deux structures d'actionnariat qui en résultent (Moerland, 1995). Le premier est le système "orienté réseaux" qui correspond au modèle continental. Il est notamment caractérisé par des marchés financiers peu développés, par une concentration de l'actionnariat, par un recours plus fréquent au financement externe par endettement, par une faible séparation entre la propriété et le contrôle, par des mécanismes de contrôle interne à la firme plutôt que par le marché, par un pouvoir important du conseil d'administration et par une influence plus marquée des salariés dans la prise de décision. Le second est le système "orienté marché" qui correspond au modèle anglo-saxon et est caractérisé par une domination du financement par le recours à des marchés financiers très développés et réglementés, par une dilution de l'actionnariat et donc une plus grande séparation entre propriété et contrôle, par une domination du contrôle externe²³ et par un plus faible pouvoir des conseils d'administration et des salariés.

Les pays que nous avons analysés ont tous quatre un système qui, dans les grandes lignes et malgré certains particularismes nationaux, peut être considéré comme étant "orienté réseaux" et s'inscrivent dans le modèle continental. Par ailleurs, les critères d'admission aux différents segments ont été harmonisés par les pays membres de l'Euro NM.

Cependant, les autorités boursières et/ou financières des 4 pays étudiés ont opté pour des politiques parfois radicalement différentes pour amener les entreprises à fournir des informations relatives au « corporate governance ». Les autorités allemandes n'ont publié aucune recommandation en la matière. La Bourse de Bruxelles (1998), la Fédération des Entreprises de Belgique (1998) et la Commission bancaire et financière (1998) ont chacune publié un rapport relatif au « corporate governance ». Certains auteurs belges ont proposé de légiférer en la matière (Van Ommeslaghe, 1998). Toutefois, ces rapports ont opté pour une politique non contraignante. Aux Pays-Bas, une commission constituée à l'initiative de la Bourse d'Amsterdam a également publié en juin 1997 une recommandation non contraignante (Amsterdam Exchanges, 1997). Le Conseil National du Patronat Français et l'Association Française des Entreprises Privées ont publié en juillet 1995 un rapport sur le conseil d'administration des sociétés cotées, connu sous le nom de Rapport Viénot (Association française des entreprises privées et CNPF, 1995). Suite à la publication de ce rapport, la Commission des Opérations de Bourse a adapté son règlement sur les informations à diffuser pour l'émission de titres ou l'admission à la cote officielle des valeurs mobilières²⁴. Seules les autorités françaises ont donc opté pour une politique de contrainte.

Les résultats de nos tests statistiques relatifs à l'impact de la nationalité des entreprises sur le fait de communiquer ou non les informations relatives au « corporate governance » sont présentés au tableau 2.

²³C'est-à-dire par les marchés

²⁴Règlement 95-01 de la C.O.B.

Tableau 2 : Pourcentage d'entreprises, classées par pays, fournissant les informations recommandées en matière de « corporate governance ».

	Belgique (n=3)	France (n=21)	Allemagne (n=22)	Pays-Bas (n=5)	Chi-2** Proba.
Section spécifique relative au « corporate governance »					
Section spécifique	0,00%	0,00%	0,00%	40,00%	p<0,001*
Indications relatives à la composition du conseil d'administration					
Admin. représentant les actionnaires dominants	33,33%	100,00%	13,64%	20,00%	p<0,001
Admin. délégué à la gestion journalière	33,33%	95,24%	86,36%	20,00%	p<0,001*
Admin. indépendants	0,00%	4,76%	0,00%	40,00%	0,001<p<0,005*
Fonction principale des admin. à l'ext. de l'entr.	0,00%	38,10%	50,00%	40,00%	0,25<p
Echéance des mandats	33,33%	61,90%	22,73%	20,00%	0,025<p<0,05
Règles de nomination	0,00%	9,52%	0,00%	0,00%	0,25<p*
Limite d'âge	0,00%	4,76%	0,00%	0,00%	0,25<p*
Personne physique représentant personne morale	0,00%	19,05%	0,00%	0,00%	0,10<p<0,25*
Fonctionnement du conseil d'administration					
Nombre de réunions	0,00%	23,81%	18,18%	0,00%	0,25<p*
Sujets	33,33%	14,29%	31,82%	20,00%	0,25<p*
Règles prise de décision	0,00%	0,00%	0,00%	20,00%	0,010<p<0,025*
Surveillance de la gestion journalière	0,00%	0,00%	4,55%	40,00%	0,005<p<0,010*
Président du conseil délégué à la gestion journalière	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	_*
Filiales et participations	0,00%	9,52%	0,00%	0,00%	0,25<p*
Règles relatives à la fonction d'administrateur	33,33%	9,52%	0,00%	0,00%	0,05<p<0,10*
Règles relatives aux rémunérations	33,33%	66,67%	4,55%	40,00%	p<0,001
Comités créés par le conseil d'administration (autres que gestion journalière)					
Comités créés par le C.A.	0,00%	9,52%	0,00%	20,00%	0,25<p*
Composition de ces comités	0,00%	9,52%	0,00%	20,00%	0,25<p*
Attribution de ces comités	0,00%	4,76%	0,00%	20,00%	0,10<p<0,25*
Fonctionnement de ces comités	0,00%	4,76%	0,00%	0,00%	0,25<p*
Fréquence de réunion de ces comités	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	_*
Gestion journalière					
Comités chargés de la Gestion Journalière	33,33%	95,24%	81,82%	0,00%	p<0,001*
Composition de ce comité	0,00%	95,24%	77,27%	0,00%	p<0,001*
Fréquence des réunions	0,00%	0,00%	9,09%	0,00%	0,25<p*
Compétences de ce comité	0,00%	4,76%	0,00%	0,00%	0,25<p*
Autres délégations de la gestion journalière	33,33%	0,00%	0,00%	0,00%	p<0,001*
Indications sur la politique d'affectation					
Politique d'affectation du résultat	33,33%	100,00%	27,27%	100,00%	p<0,001
Relations avec les actionnaires dominants					
Conventions entre actionnaires	0,00%	66,67%	0,00%	0,00%	p<0,001*

Comités d'actionnaires	0,00%	28,57%	0,00%	0,00%	0,010<p<0,025*
------------------------	-------	--------	-------	-------	-----------------------------

*Certains effectifs théoriques sont inférieurs à un. Les résultats pour ces tests doivent donc être interprétés avec prudence (Wonnacott et Wonnacott, 1984).

** Les tests mesuraient l'impact de la nationalité sur le fait de fournir ou non ces informations. Par souci de clarté, ce tableau ne reprend que les entreprises qui ont fourni l'information.

On constate tout d'abord, que seuls les rapports de certaines entreprises néerlandaises comportent une section spécifique relative au « corporate governance ».

En ce qui concerne les indications relatives à la composition du conseil d'administration, le fait qu'une entreprise soit cotée sur le Nouveau Marché semble influencer positivement la diffusion d'informations relatives aux administrateurs représentant les actionnaires dominants, aux administrateurs délégués à la gestion journalière et à l'échéance des mandats des administrateurs. Les entreprises néerlandaises sont toutefois plus nombreuses à donner des indications relatives aux administrateurs indépendants.

Pour la troisième catégorie, à savoir les indications relatives au fonctionnement du conseil d'administration, les entreprises néerlandaises ont une communication supérieure aux autres sociétés en matière d'informations sur les règles de prise de décision au sein du conseil et sur la manière dont le conseil s'est organisé pour surveiller la gestion journalière, tandis que les entreprises françaises surclassent les autres en matière d'informations relatives aux règles relatives aux rémunérations des administrateurs.

Les tests statistiques ne font apparaître aucun impact significatif de la nationalité des entreprises sur la communication ou non d'informations relatives aux comités, autres que le comité de gestion journalière, créés par le conseil d'administration.

Logiquement, les rapports annuels des entreprises françaises sont plus complets que les autres pour certaines informations ayant trait à la gestion journalière (indications relatives aux comités chargés de la gestion journalière et à la composition de ceux-ci).

La totalité des entreprises françaises et néerlandaises donnent des informations sur la politique d'affectation du résultat.

Enfin, seules certaines entreprises du Nouveau Marché informent les investisseurs quant aux relations avec les actionnaires dominants.

Malgré l'harmonisation des conditions d'accès aux différents marchés de l'Euro NM, l'appartenance à un segment particulier de celui-ci semble donc bien avoir un impact sur la communication ou non de certaines informations relatives au « corporate governance ». Les entreprises allemandes et, plus encore, les entreprises belges sont moins enclines à communiquer ces informations à leurs actionnaires que les entreprises néerlandaises et, surtout, françaises. La politique contraignante adoptée par la seule C.O.B. semble donc être à la source de différences significatives entre segments de l'Euro NM. Au-delà du fait que les 4 pays analysés s'inscrivent dans le modèle continental, certains particularismes culturels paraissent tout de même influencer le « corporate governance » tel qu'il est pratiqué dans ces pays, ou, à tout le moins, tel

qu'il est communiqué. Cette problématique nécessiterait une analyse plus détaillée que ne le permet le cadre restreint de cette communication.

Ces résultats sont toutefois à interpréter avec prudence. En effet, la taille réduite des sous-échantillons belges et néerlandais et le fait que certains effectifs théoriques soient inférieurs à 1 ne nous permettent pas de tirer des conclusions totalement fiables de cette analyse statistique. De plus, si l'on exclut les informations qui n'ont été données par aucune société de l'échantillon, la nationalité des entreprises n'a pas d'influence significative sur la communication de la moitié des informations étudiées.

4.2. Influence de la taille des entreprises sur le respect des recommandations

Une étude menée au Canada²⁵ a observé que les entreprises qui adoptent les règles de « corporate governance » sont souvent plus grandes que celles qui les rejettent (St-Pierre, 2000). De même, une étude réalisée en 1998 par la CBF montre que les informations diffusées en matière de « corporate governance » sont généralement plus nombreuses dans les rapports annuels des entreprises cotées dont la taille est plus importante (Commission bancaire et financière, 1998).

Le tableau 3 décrit l'impact de la taille des entreprises de notre échantillon, que nous avons découpé sur base des critères de la Recommandation européenne du 3 avril 1996, sur la communication ou non d'informations relatives au « corporate governance ».

Tableau 3 : Pourcentage d'entreprises, classées par taille, fournissant les informations recommandées en matière de « corporate governance ».

	PME (n=38)	GE (n=13)	Chi-2**
			Proba.
Section spécifique relative au « corporate governance »			
Section spécifique	5,26%	0,00%	0,25<p*
Indications relatives à la composition du conseil d'administration			
Admin. représentant les actionnaires dominants	55,26%	38,46%	0,25<p
Admin. délégué à la gestion journalière	73,68%	100,00%	0,025<p<0,05
Admin. indépendants	7,89%	0,00%	0,25<p*
Fonction principale des admin. à l'ext. de l'entr.	39,47%	46,15%	0,25<p
Echéance des mandats	44,74%	23,08%	0,10<p<0,25
Règles de nomination	2,63%	7,69%	0,25<p*
Limite d'âge	0,00%	7,69%	0,05<p<0,10*
Personne physique représentant personne morale	7,89%	7,69%	0,25<p
Fonctionnement du conseil d'administration			
Nombre de réunions	15,79%	23,08%	0,25<p
Sujets	21,05%	30,77%	0,25<p
Règles prise de décision	2,63%	0,00%	0,25<p*
Surveillance de la gestion journalière	7,89%	0,00%	0,25<p*

²⁵Portant sur les entreprises du TSE 300.

Président du conseil délégué à la gestion journalière	0,00%	0,00%	-*
Filiales et participations	5,26%	0,00%	0,25<p*
Règles relatives à la fonction d'administrateur	5,26%	7,69%	0,25<p*
Règles relatives aux rémunérations	44,74%	7,69%	0,01<p<0,025
Comités créés par le conseil d'administration (autres que gestion journalière)			
Comités créés par le C.A.	7,89%	0,00%	0,25<p*
Composition de ces comités	7,89%	0,00%	0,25<p*
Attribution de ces comités	5,26%	0,00%	0,25<p*
Fonctionnement de ces comités	2,63%	0,00%	0,25<p*
Fréquence de réunion de ces comités	0,00%	0,00%	-*
Gestion journalière			
Comités chargés de la gestion journalière	68,42%	100,00%	0,010<p<0,025
Composition de ce comité	65,79%	92,31%	0,05<p<0,10
Fréquence des réunions	2,63%	7,69%	0,25<p*
Compétences de ce comité	2,63%	0,00%	0,25<p*
Autres délégations de la gestion journalière	2,63%	0,00%	0,25<p*
Indications sur la politique d'affectation			
Politique d'affectation du résultat	68,42%	53,85%	0,25<p
Relations avec les actionnaires dominants			
Conventions entre actionnaires	34,21%	7,69%	0,05<p<0,10
Comités d'actionnaires	15,79%	0,00%	0,1<p<0,25

*Certains effectifs théoriques sont inférieurs à un. Les résultats pour ces tests doivent donc être interprétés avec prudence (Wonnacott et Wonnacott, 1984).

** Les tests mesuraient l'impact de la taille sur le fait de fournir ou non ces informations. Par souci de clarté, ce tableau ne reprend que les entreprises qui ont fourni l'information.

Force est de constater que la taille des entreprises de l'Euro NM ne semble pas exercer d'influence significative sur le fait de fournir ou non des informations liées au « corporate governance ».

Nos résultats ne démontrent une dépendance que pour 3 informations sur 30. Si les grandes entreprises communiquent plus en matière de gestion journalière (administrateur délégué à la gestion journalière et comités chargés de la gestion journalière), les PME sont beaucoup plus nombreuses que ces dernières à livrer les règles relatives aux rémunérations des administrateurs.

En général, la communication ou non d'informations se rapportant au « corporate governance » par les entreprises de l'Euro NM semble donc être indépendante de la taille de celles-ci.

4.3. Influence du type d'actionnariat des entreprises sur le respect des recommandations

L'adoption des normes de « corporate governance » est fonction des besoins spécifiques de chaque entreprise (St-Pierre, 2000). Dans une firme au sein de laquelle les relations

d'agence sont moins marquées, la nécessité de mettre en œuvre des mécanismes protégeant les actionnaires minoritaires contre un éventuel comportement opportuniste du dirigeant est réduite. St-Pierre (2000) observe sur une population d'entreprises cotées canadiennes que leur structure de propriété influence significativement l'adoption de normes de « corporate governance ». Cet auteur constate que les principes de « corporate governance » appliqués dans les entreprises contrôlées par leur dirigeant ne sont pas en accord avec les recommandations publiées en la matière. A l'inverse, les entreprises au sein desquelles la propriété des actions est dispersée ou celles qui sont sous le contrôle d'un actionnaire externe les appliquent plus fréquemment.

Nous avons testé l'influence du type d'actionnariat sur le fait de donner ou non les informations recommandées dans le rapport annuel. Pour ce faire, nous avons identifié les principaux propriétaires d'actions au sein des firmes de notre échantillon. En nous inspirant de la classification opérée par St-Pierre²⁶, nous avons considéré que les entreprises dont le dirigeant et/ou sa famille possèdent plus de 10 % des titres et dans lesquelles aucun actionnaire externe n'en détient plus sont des entreprises familiales. Les autres, c'est-à-dire celles qui sont contrôlées par un actionnaire externe à la famille ou dont la propriété des actions est dispersée, ont été classées comme entreprises non-familiales.

Tableau 4 : Pourcentage d'entreprises, classées par type d'actionnariat, fournissant les informations recommandées en matière de « corporate governance ».

	Entreprises familiales (n=21)	Entreprises non-familiales (n=10)	Chi-2** Proba.
Section spécifique relative au « corporate governance »			
Section spécifique	4,76%	10,00%	0,25<p*
Indications relatives à la composition du conseil d'administration			
Admin.représentant les actionnaires dominants	71,43%	70,00%	0,25<p
Admin. délégué à la gestion journalière	90,48%	90,00%	0,25<p*
Admin. indépendants	4,76%	10,00%	0,25<p*
Fonction principale des administrateurs.	33,33%	60,00%	0,10<p<0,25
Echéance des mandats	42,86%	40,00%	0,25<p
Règles de nomination	0,00%	10,00%	0,10<p<0,25*
Limite d'âge	0,00%	10,00%	0,10<p<0,25*
Personne physique représentant personne morale	4,76%	20,00%	0,10<p<0,25*
Fonctionnement du conseil d'administration			
Nombre de réunions	28,57%	10,00%	0,10<p<0,25
Sujets	28,57%	0,00%	0,05<p<0,10
Règles prise de décision	0,00%	10,00%	0,10<p<0,25*
Surveillance de la gestion journalière	9,52%	10,00%	0,25<p*
Président du conseil délégué à la gestion journalière	0,00%	0,00%	-*

²⁶ Cet auteur distingue les entreprises contrôlées par leur(s) dirigeant(s), les entreprises contrôlées par un actionnaire externe et les entreprises dont l'actionnariat est dispersé.

Filiales et participations	9,52%	0,00%	0,25<p*
Règles relatives à la fonction d'administrateur	0,00%	10,00%	0,10<p<0,25*
Règles relatives aux rémunérations	42,86%	60,00%	0,25<p
Comités créés par le conseil d'administration (autres que gestion journalière)			
Comités créés par le C.A.	0,00%	20,00%	0,025<p<0,05*
Composition de ces comités	0,00%	20,00%	0,025<p<0,05*
Attribution de ces comités	0,00%	10,00%	0,10<p<0,25*
Fonctionnement de ces comités	0,00%	0,00%	-*
Fréquence de réunion de ces comités	0,00%	0,00%	-*
Gestion journalière			
Comités chargés de la gestion journalière	95,24%	70,00%	p=0,05
Composition de ce comité	90,48%	60,00%	0,025<p<0,05
Fréquence des réunions	4,76%	0,00%	0,25<p*
Compétences de ce comité	0,00%	0,00%	-*
Autres délégations de la gestion journalière	0,00%	0,00%	-*
Indications sur la politique d'affectation			
Politique d'affectation du résultat	76,19%	70,00%	0,25<p
Relations avec les actionnaires dominants			
Conventions entre actionnaires	38,10%	50,00%	0,25<p
Comités d'actionnaires	19,05%	10,00%	0,25<p

*Certains effectifs théoriques sont inférieurs à un. Les résultats pour ces tests doivent donc être interprétés avec prudence (Wonnacott et Wonnacott, 1984).

** Les tests mesuraient l'impact du type d'actionnariat sur le fait de fournir ou non ces informations. Par souci de clarté, ce tableau ne reprend que les entreprises qui ont fourni l'information.

L'hypothèse d'indépendance entre le type d'actionnariat et la communication ou non d'informations ne peut être rejetée à un seuil d'erreur de 5 %, ou moins, que pour 4 informations. Et encore, pour 2 de celles-ci (comités autres que le comité de gestion journalière créés par le conseil et composition de ceux-ci), les effectifs théoriques sont inférieurs à 1 et les résultats doivent donc être interprétés avec beaucoup de prudence.

Les seuls résultats significatifs concernent les indications relatives aux comités chargés de la gestion journalière et à leur composition. Contrairement à ce que l'on aurait pu penser, les entreprises familiales sont nettement plus nombreuses que les entreprises non-familiales à fournir des informations sur ces éléments.

En règle générale, pour les entreprises cotées sur l'Euro NM, le fait de communiquer ou non des informations relatives au « corporate governance » ne semble donc pas être influencé par le fait que l'actionnariat de l'entreprise soit familial ou non.

Conclusions

L'Euro NM constitue un objet d'étude intéressant car il permet d'étudier à la fois l'influence de la nationalité et de la taille des entreprises qui y sont cotées sur la communication d'informations relatives au « corporate governance ». Outre ces 2

aspects, nous avons également analysé l'influence du type d'actionnariat sur cette communication.

L'harmonisation des critères d'admission aux différents segments nationaux de l'Euro NM nous laissait penser que la nationalité n'aurait pas d'influence sur les indications figurant dans les rapports annuels. L'analyse comparative révèle toutefois des différences entre marchés. Les sociétés du Nouveau Marché français sont plus attentives à informer leurs actionnaires en matière de « corporate governance ». Cette plus grande transparence s'explique par le fait que les autorités boursières françaises, contrairement aux autorités des autres marchés étudiés, ont adopté une démarche contraignante. Suite à diverses réserves relatives à nos tests statistiques, nous avons toutefois vu que nos résultats à ce propos doivent être interprétés avec prudence. De plus, la prise en compte des particularismes juridiques, financiers et culturels propres à chaque pays nécessiterait certainement une analyse approfondie dépassant les objectifs de cette communication.

Contrairement à ce qui a été observé sur d'autres marchés boursiers, nos résultats ne démontrent pas d'influence significative de la taille des entreprises de l'Euro NM sur leur communication en matière de « corporate governance ».

De même, alors que d'autres études démontrent un impact majeur de la structure de l'actionnariat sur le « corporate governance », nos résultats nous conduisent à conclure à une absence de lien significatif entre le caractère familial ou non-familial de l'actionnariat et le fait que la firme fournisse ou non des informations en matière de « corporate governance ».

La plupart des segments de l'Euro NM n'ont été créés qu'en 1997 et ont depuis lors connu de nombreuses nouvelles introductions. Notre étude ne porte que sur les rapports d'une seule année, ce qui limite naturellement notre échantillon et ne conduit qu'à une image statique. La problématique analysée dans notre communication devrait faire l'objet d'une analyse dynamique, ce qui permettrait de déceler s'il existe un phénomène d'apprentissage du « corporate governance ».

Bibliographie

Amsterdam Exchanges (1997), Reglement Bijzondere Noteringsvereisten Nieuwe Markt Amsterdam (NMAX), juin

Association Française des Entreprises Privées et du Conseil National du patronat Français (1995), Le conseil d'administration des sociétés cotées, Rapport du groupe de travail, Paris, juillet

Baumol, W.J.(1959), Business behavior, value and growth, New York , MacMillan

Belletante, B. et Levratto, N. (1995), Finance et PME: quels champs pour quels enjeux, *Revue Internationale PME*, vol. 8, n° 3-4, pp. 5-42

Berle, A.A. et Means G.C.(1932) The modern corporation and private property, New York, MacMillan.

Boot, A.W.A. (1994), De financiering van het bedrijfsleven ; tussen structuurregime en financiële sector, Amsterdam University Press

Bourse De Bruxelles (1998), Rapport de la Commission Belge du «corporate governance», Bruxelles.

Charreaux G. (1997), Le gouvernement des entreprises, «corporate governance», théories et faits, Paris, Economica

Commission Bancaire et Financière (1998), Recommandations en matière d'informations à diffuser par les sociétés cotées belges sur l'organisation de leur administration et de leur gestion, Bruxelles, janvier.

Commission Bancaire et Financière (1998), Le «corporate governance» pour les sociétés cotées belges, Bruxelles, décembre.

Commission Bancaire et Financière (1998), Etude comparative sur les informations publiées par les sociétés cotées belges en matière de «corporate governance», Etudes et documents, n° 5, Bruxelles.

Committe on the Financial Aspects of « corporate governance » (1992), Report of the Committee on the Financial Aspects of «corporate governance» and the Code of Best Practice, G.E.E., Londres, décembre

Demb, A. et Neubauer, F. (1997), The corporate board : confronting the paradoxes, *Long Range Planning*, n° 25, pp. 9-20.

European Venture Capitalists Association (1997), Boosting Europe's Growing Companies, E.V.C.A. white paper

Fédération des Entreprises de Belgique (1998), «corporate governance», Recommandations de la FEB, Bruxelles.

Gomez, P.-Y. (1996), *Le gouvernement de l'entreprise*, Paris, Interéditions

Janssen, F. et Wtterwulghe, R.(1998), L'influence de l'interpénétration du dirigeant et de son entreprise sur l'endettement bancaire des P.M.E.: état de la question, dans AIREPME, *Compétitivité et identité des PME, Défis et enjeux dans un monde en mutation*, 4ème Congrès international francophone sur la PME, Nancy-Metz, octobre

Jensen, M. C. et Meckling H.(1976), Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 6, 1976, pp. 305-360.

Jensen, M.C. (1993), The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems, *Journal of Finance*, 48, pp. 831-880.

Marris R.(1964), *The economic theory of managerial capitalism*, Londres, MacMillan

Moerland, P.W. (1995), Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems, *Journal of economic behavior and organisation*, 26, pp.17-34.

O.E.C.D.(1995), *Economic Surveys : Italy*, O.E.C.D., Paris

Shleifer et Vishny (1997), A survey of «corporate governance», *Journal of Finance*, 2, juin, pp. 737-783

St-Pierre, J. (2000), L'adoption de certaines normes de régie et la performance des entreprises du TSE300, *Revue Internationale Gouvernance*, 1, n° 2, pp. 46-57.

Van Hulle, C. (1996), «corporate governance»: een overzicht van disciplineringsmechanismen en empirische evidentie, *Tijdschrift voor Economie en Management*, Vol.XLI, 1.

Van Ommeslaghe, P.(1998), Vers une société anonyme autonome ?, *Liber amicorum C.D.V.A.*, pp. 389 et s.

Wonnacott, T.H. et Wonnacott, R.J. (1984), *Statistique*, 3^{ème} éd., Paris, Economica

Wtterwulghe, R. et Janssen, F. (1998), Le financement des PME par le recours à l'endettement et leurs relations avec les banques, *Revue de la Banque*, 1, janvier, pp. 26-35