

École des Hautes Études Commerciales
affiliée à
l'Université de Montréal

INCIDENCE D'UNE ORIENTATION PARTENARIALE SUR LA STRUCTURE DE
GOUVERNANCE ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE DE LA FIRME.

par

Rolf SAWADOGO

Sciences de la Gestion

Mémoire présenté en vue de l'obtention
du grade de Maître ès Sciences
(M.Sc.)

Août 2004

©Rolf SAWADOGO, 2004

SOMMAIRE

Les récents scandales financiers aux USA jettent un éclairage nouveau sur le concept de gouvernance. En effet, par la magnitude des faillites subséquentes et la réputation des firmes concernées (qui ne sont pas d'obscures sociétés de seconde zone) on est fondé à s'interroger sur la véritable nature de cette crise ; s'agit-il d'une simple et inéluctable correction des marchés après les abus de la bulle spéculative engendrée par la « nouvelle économie » ou plutôt d'une sérieuse crise de système ? La question de recherche de cette étude est au cœur de cette interrogation ; cette étude tente d'y apporter une réponse cohérente et consiste essentiellement en une évaluation empirique de l'impact d'une orientation partenariale sur la structure de gouvernance et la performance financière de la firme. Pour ce faire, l'étude adopte un cadre théorique qui s'éloigne d'une vision mécaniste (ou mécanicienne) du concept de gouvernance héritée de la théorie d'agence pour embrasser les perspectives « organiques » et cognitives élaborer par des auteurs comme Zingales (2001) et Charreaux (1998, 2001, 2004), et qui s'inscrivent bien dans une vision partenariale de la firme. De façon plus précise, en utilisant la méthodologie des régressions linéaires, l'étude permet d'établir qu'une orientation sociale¹ (ou partenariale) a comme aboutissement un régime de gouvernance bonifié puisqu'elle permet d'assurer une indépendance structurelle et **factuelle** du board, conduit à une cartographie de la propriété actionnariale **équitable** et à des politiques de rémunération **concurrentielles** ; une conséquence logique qui en découle est l'établissement non équivoque d'une supériorité des firmes sociales au plan de la performance financière. Une discussion sur la méthodologie des équations simultanées pour rendre compte des phénomènes d'endogenéité potentielle entre les différents mécanismes de gouvernance est également esquissée.

Au final, l'étude constitue stricto sensu un test empirique concluant qui confirme la pertinence d'un élargissement du concept de gouvernance de façon à tenir compte des dynamiques à l'œuvre dans les microcosmes socio-politiques que constituent les firmes.

¹ En conformité avec les différents niveaux d'analyse au regard du concept de responsabilité sociale suggérés par Clarkson (1995), les termes **orientation partenariale** et **performance sociale** sont employés comme synonymes dans cette étude.

TABLE DES MATIÈRES

SOMMAIRE	ii
LISTE DES TABLEAUX	iv
LISTE DES FIGURES	v
REMERCIEMENTS	vi
1. INTRODUCTION	1
2. ÉTAT DE LA QUESTION	5
2.1. Le stakeholderisme: une nécessité émergente?	5
2.1.1. La preuve par la finance	10
2.1.2. Un argumentaire juridico-légal	13
2.1.3. La contribution critique d'une comptabilité sociale	15
2.2. Le cadre théorique: la théorie partenariale de la firme	17
2.2.1. La théorie descriptive	19
2.2.2. La théorie instrumentale	24
2.2.3. La théorie normative	28
3. LES HYPOTHÈSES	32
3.1. Le board: un outil de légitimation organisationnel	32
3.2. La structure de propriété: un artéfact?	36
3.3. La rémunération managériale: un équilibre raisonnable	40
3.4. La performance financière: un sous-produit inéluctable?	42
4. LA MÉTHODOLOGIE	45
4.1. Le cadre conceptuel de recherche	45
4.2. Les données	46
4.3. Les variables	47
4.3.1. Les variables principales (dépendantes)	47
4.3.2. Les variables instrumentales	51
4.3.3. Les variables de contrôle	52
4.4. Les équations	54
5. LES ANALYSES	57
5.1. Les statistiques descriptives et tests univariés	57
5.2. Les analyses multivariées	61
5.2.1. Tests diagnostics	61
5.2.2. Les régressions	62
5.2.3. Les analyses de sensibilité	67
5.2.4. L'approche système: robustesse à l'endogenéité des mécanismes	69
6. CONCLUSION	73
6.1. Contribution de l'étude	73
6.2. Limites et avenues	75
TABLEAUX ANALYTIQUES RÉCAPITULATIFS	79
BIBLIOGRAPHIE	92

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 Statistiques descriptives des variables principales	80
Tableau 2 Tests de la différence des moyennes pour les variables principales	81
Tableau 3 Tests MANOVA sur une différence de groupe	81
Tableau 4. Matrices de corrélation pour les variables principales	82
Tableau 5 La composition du board	83
Tableau 6 La propriété managériale	84
Tableau 7 La rémunération incitative	85
Tableau 8 La performance financière - spécification simple	86
Tableau 9 La performance financière - spécification quadratique	87
Tableau 10 Estimation 2sls	88
Tableau 11 Estimation 3sls	89
Tableau 12 Validité des instruments	90
Tableau 13 Les critères KLD	91

LISTE DES FIGURES

Figure 1. Les hypothèses	44
Figure 2. Timing de la mesure des variables	53
Figure 3. Interactions entre mécanismes de gouvernance	71

REMERCIEMENTS

Mes remerciements vont en priorité à Mr Paul André qui a accepté, malgré les importantes contraintes qui ont été les siennes, de superviser mon mémoire. Je remercie également Mr Eduardo Schiehl qui a manifesté une totale disponibilité pour les séances de consultations que je lui ai sollicitées; Mr Claude Laurin qui a animé les ateliers de recherche ayant permis une formulation aussi précise que possible de la problématique à l'étude; Mme Karin Chamberlain de la firme de consultation américaine KLD qui m'a fourni des renseignements utiles sur la base de données KLD et qui a manifesté un intérêt certain pour ma recherche.

Enfin, je dédie ce mémoire à Mme Aminata D. Traoré, ancienne Ministre de la Culture du Mali, militante altermondialiste et panafricaniste de grand cru, dont l'énergie et la combativité sont une inépuisable source d'inspiration.

« In the long run, those who do not use power in a manner which society considers responsible will tend to lose it »

David et Blomstrom, 1975

1 INTRODUCTION

Les récents scandales financiers aux USA jettent un éclairage nouveau sur le concept de gouvernance. En effet, par la magnitude des faillites subséquentes et la réputation des firmes concernées (qui ne sont d'obscures sociétés de seconde zone) on est fondé à se poser la question de la nature de cette crise ; s'agit-il d'une simple et inéluctable correction des marchés après les abus de la bulle spéculative engendrée par la « nouvelle économie » ou plutôt d'une véritable **crise de système** ? Il semble que cette question soit cruciale car les pistes de solutions et remèdes que l'on peut proposer sont une conséquence du soin que l'on prend à répondre à celle-ci. Autrement, on se retrouverait dans une certaine mesure à soigner les symptômes plutôt que le mal.

Dans le contexte actuel d'une globalisation galopante et d'innovations financières débridées, ne serait-on pas bien inspiré d'opérer un changement de paradigme pour passer d'une orientation **actionnariale** de la gouvernance, étriquée et réductrice, à une orientation **partenariale**, holistique et synthétique ? Andrew et Nada Kakabadse (2001) se font forts à ce sujet d'interpeller notre intelligence collective afin de réajuster nos modèles de façon à gérer les chocs et « bruits » avec précision et humanité, et construire par la même occasion les pistes de compréhension de la réalité complexe de demain.

La perspective partenariale est également celle résolument adoptée par la firme de consultation KPMG (2002) qui dans un document intitulé « *A New Focus On Governance : Managing Stakeholder Expectations to Sustain Business Value.* », adhère à l'idée que les responsabilités du conseil d'administration devraient être structurées de façon à internaliser les préoccupations des partenaires explicites et implicites de l'entité et même mieux, à les anticiper et à les satisfaire de manière diligente au-delà des attentes de ceux-ci.

Cette étude s'inscrit sans ambiguïté dans cette vision partenariale de la firme et s'attache à investiguer l'impact d'une orientation sociale (ou partenariale) sur quelques mécanismes de gouvernance classiques comme la composition du board, la propriété managériale, la politique de rémunération managériale et évalue l'incidence en termes de performance financière de façon à valider les résultats attendus ou obtenus.

Ainsi, l'étude entend dépasser le cadre rigide et restrictif découlant de la vision cybernétique du contrôle prescrit par la théorie d'agence pour adopter la notion d'équilibre homéostatique (Hofstede, 1978) qui rend bien compte de la nature essentiellement organique des entités que constituent les firmes. En filigrane, l'étude adopte le point de vue que pour mieux appréhender les mécanismes de gouvernance, les processus (sociaux) inhérents à toute entité sociale ont définitivement préséance sur les éléments structurels. En d'autres termes, le rapport de vision est presque inversé : à l'aune de la perspective holistique de la théorie partenariale, les mécanismes de gouvernance sont le fruit d'une certaine forme de négociation sociale qui vise à inscrire la firme dans un état d'équilibre de type homéostatique alors que la perspective unilatéraliste et partisane de la théorie d'agence, fondement du régime de gouvernance actuel, impose un carcan cadenassé qui supplante l'entité et vise une régulation de type cybernétique. Dans le premier cas, il est question de réponses essentiellement idiosyncrasiques (ou endogènes) alors que dans le second cas il est plutôt question de «solutions» de nature disciplinaire (Charreaux 2004).

Dans ce contexte, il apparaît intéressant d'évaluer l'impact d'une orientation sociale sur l'appareil de gouvernance (au sens classique) de la firme; les firmes sociales sont-elles moins bien loties que les autres au plan de la gouvernance (même entendue au sens classique)? Ou préfigurent-elles un mode de gouvernance qualitativement supérieur?

Pour apporter des réponses aux questions ci-dessus mentionnées, la présente étude empirique a porté sur un univers de 635 firmes dont les notations au plan social sont disponibles auprès de la société de consultation US Kinder, Lydenberg & Domini (KLD). Ces notations ont permis la construction d'un score unique de performance sociale CSP en utilisant la méthodologie de Ruf et al. (1998). En se basant sur la technique du median split (médiane=0), cet échantillon a été divisé en deux sous-échantillons : le sous-échantillon des firmes à performance sociale forte (CSP>0) et le sous-échantillon des firmes à performance sociale faible (CSP<0) sur lesquels des analyses de régression ont été effectuées.

Pour se satisfaire de la robustesse des résultats, deux spécifications différentes ont été instrumentalisées et les effets d'industrie ont été contrôlés par une fine subdivision en firmes à haute intensité de capital, firmes à haute intensité de savoir et firmes «hybrides».

En s'appuyant sur la théorie partenariale instrumentale de Jones (1995) dont le cœur tient à l'efficacité opératoire des notions de **confiance mutuelle** et de **collaboration**, une série d'hypothèses ayant trait essentiellement à la composition du board, la propriété managériale, la rémunération incitative managériale et la performance financière sont proposées.

Ainsi, en se fondant sur les ingrédients critiques que constituent la confiance mutuelle et la collaboration, on peut raisonnablement anticiper **ceteris paribus** qu'une orientation sociale (ou partenariale) tend à affecter positivement la représentation des externes au board (influence des stakeholders), négativement le niveau de propriété managériale (équité), négativement la rémunération incitative managériale (équité, collégialité) et positivement la performance financière de la firme (économie des coûts d'agence, apprentissage organisationnel).

La teneur des résultats conduit à confirmer les anticipations portant sur la représentation des externes et la performance financière alors que celles portant sur le niveau de propriété managériale et la rémunération incitative managériale sont infirmées.

De façon plus précise, les résultats empiriques mettent en évidence un effet de seuil pour ce qui concerne la représentation des externes conduisant à une corrélation positive entre la représentation des externes et une performance sociale **forte**; la performance sociale a une incidence curvilinéaire de type convexe sur la performance financière; la propriété managériale est significativement plus importante pour les firmes sociales et correspond essentiellement à une forme de rétribution pour le capital humain plutôt qu'à un outil incitatif au sens strict du terme; la rémunération incitative du CEO (bonus, options) des firmes sociales est équivalente à celles des autres, indiquant ainsi une certaine perméabilité aux phénomènes de mimétisme prévalant dans le marché des dirigeants.

Un élément qui ajoute à la qualité du régime de gouvernance de type partenarial tient au fait qu'un phénomène d'**enracinement** des dirigeants est mis en évidence dans l'univers des firmes à performance sociale faible (durée de fonction du CEO, niveau de propriété managériale) alors que celui des firmes à performance sociale forte en est exempt.

En définitive, l'orientation sociale de la firme est une indication qu'elle satisfait d'office aux tests standards (ou classiques) de bonne gouvernance et confirme la nature essentiellement holistique du régime de gouvernance de type partenarial. En d'autres termes, celui ci dépasse et contient le régime de gouvernance de type actionnarial et donne à voir que le conflit d'agence (propriétaires/agents) n'est qu'un élément de l'écheveau de conflits latents (avec les stakeholders) que la firme doit s'attacher à démêler.

La première partie de cette étude documente les réflexions de certains auteurs indiquant que le statut quo est intenable et nous invitent à faire évoluer nos modèles, même si certaines forteresses néolibérales² s'inscrivent dans un réflexe à la fois pavlovien et panglossien de déni. La deuxième partie consiste en une présentation exhaustive du cadre théorique de l'étude ; la troisième partie développe les hypothèses à tester ; la quatrième partie fait le point sur la méthodologie utilisée, la cinquième partie présente les résultats obtenus, la sixième partie précise la contribution de l'étude à la recherche, et décline les limites et les avenues possibles de recherche.

² cf. The Economist, May 8th 2003, « Behaviourists at the gates ».

2 ÉTAT DE LA QUESTION

2.1 Le stakeholderisme : une nécessité émergente ?

La faillite monumentale du courtier en énergie Enron est l'occasion pour Gordon (2002) de se livrer à quelques réflexions préliminaires sur la gouvernance de la firme moderne. Il insiste sur quelques points d'intérêt comme l'hypothèse de l'efficacité des marchés, l'efficacité du conseil d'administration comme mécanisme éprouvé de gouvernance et les pathologies potentielles (et révélées dans ce cas) de l'usage des stock options. Pour ce qui concerne l'efficacité des marchés financiers, Gordon s'accorde à reconnaître l'utilité circonstancielle d'une telle « hypothèse nulle » dans un effort d'explication de la dynamique de marchés des capitaux développés mais suggère un minimum de prudence lorsqu'il s'agit de l'utiliser dans le contexte sophistiqué de l'élaboration de politiques et réglementations où une prise en compte adéquate de ses limites et de sa puissance doit être de mise. Pour ceux qui seraient tenté de jeter une bonne partie du blâme sur Arthur Andersen, Gordon nous indique que bien avant la faillite fatidique, la crédibilité de la certification du cabinet d'audit était sérieusement compromise parce que d'une part celui-ci a délibérément vicié son indépendance en tant que firme et d'autre part ses mécanismes de gouvernance interne étaient de toute évidence inadéquats pour les fins de contrôle des comportements déviants potentiels des partenaires associés. Gordon s'inquiète de la faillite flagrante du conseil d'administration de Enron et ce, d'autant plus que ce mécanisme de gouvernance recueillait les faveurs de nombreux théoriciens et praticiens comme outil disciplinaire pour gérer les coûts d'agence en lieu et place du marché des fusions et acquisitions. Une fine investigation permet cependant de réaliser que l'ingrédient critique qui a manqué à tout ce savant échafaudage est celui de l'indépendance. En effet, la quasi-totalité des directeurs de même que le comité d'audit interne, étaient compromis dans des affaires de paiements occultes et s'étaient laissés prendre au piège de liens de type clanique. Finalement, Gordon met en évidence le rôle pernicieux qu'auraient joué les plans de stock options dans la déconfiture de la firme eu égard à la réelle difficulté à trouver, en général, les niveaux optimaux susceptibles de refréner des pathologies potentielles comme la fraude et la propension à la prise de risque excessive.

En conclusion, la faillite de Enron (et d'autres) est symptomatique du potentiel de perversion des mécanismes de gouvernance secrétés par un capitalisme (shareholder capitalism) excessivement et exclusivement orienté vers la maximisation de la valeur actionnariale.

Il serait à ce stade judicieux d'ouvrir une parenthèse pour se pencher un peu plus sur la fonction d'audit, perçue comme un élément (externe) de l'infrastructure de gouvernance de la firme moderne. Power (2003) s'attache à montrer le caractère excessivement ritualiste de l'audit, qui est le résultat d'une certaine construction sociale et qui vise in fine à produire une forme de légitimité, en dehors de toute considération d'efficacité et de rationalité qu'il serait supposé apporté aux processus de prise de décisions. Au-delà du cas Andersen signalé ci-haut par Gordon (2002), Power met à jour la dérive «productiviste» qui s'est emparée de la profession et qui a miné son indépendance. L'aspect fortement ritualiste qui confine à la parodie apparaît alors comme un élément de la stratégie de «sédution» mis en œuvre par les firmes. En conclusion, Power énonce que l'audit peut être vu comme un système autorégulé dont les composantes (programmes de formation, standards professionnels, mécanismes disciplinaires) sont en interaction organique dans une structure semi-institutionnalisée, constamment sujette à des pressions économiques, réglementaires et politiques qui donnent lieu à un effort et une quête permanents de légitimation par la production de concepts, définitions et représentations «opportunes». En définitive, il est raisonnable de craindre qu'un tel système, occupé à rechercher et à construire un équilibre (temporaire) après un autre, ne soit d'un apport marginal à l'infrastructure de gouvernance des firmes modernes, au grand dam des espoirs de Baker et (2002) qui lui prêtent un potentiel «curatif» intéressant.

Afin d'élucider les tenants et aboutissants d'un régime de gouvernance particulier, Denis et McConnell (2003) se livrent à une investigation et à une étude comparative des différents schèmes de gouvernance à l'échelle internationale. Ils aboutissent à des contrastes intéressants avec le régime US aux plans de la rémunération des dirigeants, du conseil d'administration, de la concentration de la propriété et des droits de contrôle, du marché des fusions et acquisitions qui laissent penser que ces systèmes sont fortement contextualistes (ou contingents); autrement dit, l'optimalité réelle ou supposée d'un régime de gouvernance ne pourrait être conçue en dehors de références à l'environnement juridico-légale (Zingales, 1994; Demirguc-Kunt et Maksimovic, 2002; Giannetti, 2003) et de la trame implicite des normes sociales (Coffee, 2001) entre autres.

A ce titre, doit-on s'inquiéter de l'hypothèse de convergence vers le modèle US (contractualiste) posée par Hansmann et Kraakman (2001), Perotti et Von Thadden (2003), Carati et Rad (2000), Fukao (1995), Prowse (1994) ou adopter la prudence de Coffee (1999), La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (2000) et Khanna, Kogan et Palepu (2002) qui pensent plutôt à une convergence de type fonctionnelle (et de jure) ? En effet, un sous produit de cette globalisation (essentiellement financière) est la «financiarisation» au forceps³ d'économies émergentes au mépris de leurs infrastructures institutionnelles et sociales, et qui donnent lieu à des régimes de gouvernance pathologiques au service exclusif d'intérêts privés coalisés.

En conclusion, il semble qu'en définitive le nœud d'une discussion (académique) sur les systèmes de gouvernance se trouve dans la finalité (avouée ou cryptique) de tels systèmes : qui est au bout de la chaîne ? On pourrait alors à ce sujet s'inspirer des propos de Carati et Rad (2000), en introduction de leur étude sur l'hypothèse de convergence :

« Today's strongest market economies have reached their success under one of different corporate governance systems: the market or group-based governance systems. Both of which have evolved in different regulatory, institutional and political environments but resulting in two internally consistent governance systems with unique corporate control mixes. In a way, the market and the group-based corporate governance systems are optimal responses to different corporate missions in these systems »(p.66).

Dans la revue qu'ils font du livre de Scott (1997), Wright et Chiplin (1999) se réjouissent de la perspective élargie qui est utilisée pour décrire la gouvernance d'entreprise par le truchement de considérations sociales, cognitives, organisationnelles et micro-politiques, en rapport avec la trame macroscopique des structures et dynamiques institutionnelles. Ainsi, Scott nous donne à voir quatre principaux patterns de développement capitaliste, aux plans de la propriété et du contrôle ; premièrement, dans le modèle Anglo-Américain, les institutions financières sont (devenues) les principaux actionnaires avec le réseau intercorporatif comme pièce maîtresse d'un contrôle par le biais d'une «constellation d'intérêts» ; deuxièmement, le modèle germanique est centré sur la mobilisation de ressources financières par le biais du mécanisme bancaire avec un réseau

³ Voir à ce sujet les réflexions de Joseph Stiglitz, 2000 dans « Globalization and its discontents » et le développement des Financial Industrial Groups (FIG) documenté par Gorbatova (1995), Johnson (1997) et Perotti et Gelfer (1998).

intercorporatif verticalement intégré dans des filiations corporatives autour des grandes banques ; troisièmement, le modèle japonais implique une configuration des entreprises en sets étroitement intégrés dans lesquels le capital circule d'une entreprise à une autre afin de maintenir une stratégie d'investissement à long terme pour le groupe dans son ensemble (le réseau intercorporatif lie ensemble banques, compagnies de courtage, compagnies d'assurance et compagnies industrielles dans un même groupe cohésif d'entreprises) ; quatrièmement, le modèle latin (France et Italie) implique l'usage de réseaux de firmes dans lesquels les droits de propriétés de familles, banques et compagnies d'investissement se recoupent afin de former des patterns de contrôle permettant la pérennité de l'influence familiale (à travers un système de fonds d'investissement dépersonnalisé). Pour les auteurs, la contribution principale et singulière de Scott réside dans sa capacité à démontrer que le développement des firmes, dans tous les pays examinés, est radicalement différent du portrait décrit par les « managerialistes ». Il est par exemple mis en évidence l'importance persistante des familles actionnaires et l'influence qu'elles peuvent avoir sur des entreprises en dehors de leur contrôle (formel), en accord avec les intuitions de Church (1993). Par contre, les auteurs déplorent des omissions regrettables concernant les subtiles possibilités de substitution et de complémentarité entre différents mécanismes de contrôle (Keasey et Wright, 1993), une analyse de contingence de leur pertinence (Frank et Mayer, 1997) et les approches partenariales (*stakeholder approaches*), qui malgré leur actualité, n'ont pas été explicitement développées.

Chang et Ha (2001) s'accordent à penser que l'avènement de ce nouveau millénaire nous plonge dans une formidable période transitionnelle où il apparaît urgent d'inventer de nouveaux paradigmes de façon à gérer avec une perspective raisonnable de succès ces puissantes vagues de changements aux plans politique, économique, environnemental, culturel qui frappe le monde dans son ensemble. Une des conséquences significatives de ces changements est l'énorme défi qu'ils posent aux entreprises modernes, particulièrement aux grandes multinationales qui opèrent au-delà des frontières nationales et jouent de multiples fonctions avec un pouvoir et une influence de plus en plus grandissants. En effet, le monde est de plus en plus contrôlé par le pouvoir des firmes. Il a bien été noté que l'ère où les nations jouaient le rôle d'acteurs globaux dominants touche à sa fin (Vernon, 1971; Ohmae, 1990; Korten, 1996; Karliner, 1997; Morss, 1997; Clarke, 1998). De géantes firmes globales à travers le monde sont déjà aussi puissantes, sinon plus puissantes que des gouvernements nationaux. De plus, on peut noter que les transactions d'affaires sont de plus en plus le fait de parties culturellement différentes. Ainsi, les compagnies réalisent que leurs pratiques d'affaires et leurs outils managériaux

sont de plus en plus culturellement «étriqués». Par exemple, l'idée de construire des empires sur la base d'une forte mentalité de groupe (et commun aux pays asiatiques) ne passerait pas le test de l'universel de la même façon que l'idée d'une génération du profit sur la base du fort consumérisme occidental serait simpliste et inadéquat. Les nouveaux temps exigent donc de nouveaux modèles d'affaires qui soient le reflet de ce formidable multiculturalisme ambiant inhérent à l'économie globale. Par conséquent, une corporation supranationale n'est pas simplement un maximisateur de profit mais est en même temps un producteur, un consommateur, un créateur de marchés, un innovateur, un leader culturel, un acteur politique, un promoteur de standards, un gestionnaire d'intérêts, une communauté de destins et un microcosme informationnel. On comprendra alors que la question cruciale qui émerge de cet «état des lieux» est celle de la responsabilité qu'une telle entité pourrait avoir à maintenir l'intégrité de la société dans laquelle elle opère et jusqu'à quel point elle devrait en refléter les priorités, de façon additionnelle à ses impératifs commerciaux propres. En répondant de façon positive à celle-ci il vient de source que le régime de gouvernance dominant actuel (modèle US) basé sur la maximisation de la valeur actionnariale, à l'exclusion de toute autre considération, est particulièrement inadéquat. Une approche, déconsidérée par la ferveur idéologique ambiante, semble pourtant apporter une solution satisfaisante à cette dualité économique et sociale : le « stakeholderisme ». Les théorisations pionnières de Handy (1994), Hartman (1996), Freeman (1997), Donaldson (1995), Monks et Minow (1995) donne lieu à un concept fécond qui pose la firme comme une complexe communauté régie par des contrats, accords et cultures implicites ou explicites et dont la mission serait de gérer au mieux les intérêts des différents partenaires et de promouvoir des relations de type symbiotique entre ceux-ci. En définitive, selon Boatright (1999), la propension que l'on a à accepter la nature foncièrement duale de la firme dépend de la théorie de la firme que l'on se donne. On peut cependant difficilement réfuter les propos de Doz et Prahalad (1997) qui signalent que les rapports contractuels de la firme (avec des partenaires internes et externes) ne sont plus définis et définitifs, mais ambigus et équivoques (*μυζγ*). À cause des pratiques de sous-traitance, d'alliances stratégiques et autres réseaux inter- et intra-corporatifs, la distinction entre actionnaires, management, employés, fournisseurs, clients et compétiteurs devient plutôt floue (*blurry*). Afin de gérer au mieux cette ambiguïté, les firmes sont donc amenées à trouver le juste équilibre entre plusieurs valeurs opposées, telles que profit et croissance, créativité et productivité, dynamisme et stabilité, spécialisation et généralité, individualisme et collectivisme. En d'autres termes, ce subtil exercice d'équilibrisme nous renvoie à la vieille idée aristotélicienne de la « juste moyenne » et à la traditionnelle harmonie du yin et du yang (des cultures asiatiques) en évitant l'excès ou la déficience

d'une certaine valeur ou vertu. Le « stakeholderisme » apparaît donc comme une réponse instrumentale particulièrement adaptée et qui épouse les contraintes émergentes des « nouveaux temps ».

2.1.1 La preuve par la finance

Zingales (2000) rejoint Boatright (1999) pour reconnaître que le nœud concernant la problématique de gouvernance réside effectivement dans la théorie de la firme que l'on choisit d'instrumentaliser. Or, à ce chapitre, il apparaît urgent d'actualiser nos modèles car la firme a irrémédiablement changé de nature. En effet, le concept de « gouvernance » implique l'exercice d'une certaine autorité. Mais se pose alors la question de savoir, poursuit Zingales, pourquoi dans une économie de marché a-t-on besoin d'une quelconque forme d'autorité ? Le marché n'est-il pas susceptible d'allouer toutes les ressources de façon efficiente sans l'intervention d'une quelconque forme d'autorité ? En fait, Coase (1937) nous a instruit du fait qu'utiliser le marché (comme mécanisme d'allocation) comporte ses coûts (de transaction) et les firmes sont une réponse organisationnelle qui mitige ces coûts en substituant le mécanisme du prix par l'exercice d'une autorité (hiérarchies). En définitive, la gouvernance est donc l'étude des modalités d'allocation et d'exercice de cette autorité. Et pour comprendre comment cette autorité est allouée et exercée, il est important de savoir, en premier, pourquoi celle-ci est effectivement nécessaire. Il vient donc d'évidence que nous avons besoin d'une théorie de la firme.

La définition consacrée de la firme est celle de Alchian et Demsetz (1972) et Jensen et Meckling (1976) qui pose celle-ci comme un nexus de contrats (explicites). Il coule de source qu'une telle définition a des fortes implications en terme d'allocation des droits de vote car en acceptant l'idée que les pouvoirs décisionnels devraient être alloués à la partie qui a le plus à perdre ou à gagner de ces décisions, les bénéficiaires sont alors tous désignés : ce sont les actionnaires, étant donné qu'ils sont les seuls propriétaires « résiduels » (*residual claimants*). D'où alors cette espèce de suprématie (incontestée et incontestable) des actionnaires. Zingales (2000) se fait cependant fort de nuancer et relativiser de telles acceptions qui sont des conséquences d'une lecture légaliste et au premier degré de la notion de contrat. En effet, bien que l'équité *de jure* soit effectivement le seul contrat résiduel, il est clair que *de facto* les décisions de la firme ont une influence certaine sur la distribution des

bénéfices des autres membres du nexus, souvent dans des proportions beaucoup plus grande que pour celles des actionnaires. On pourrait pour ce faire s'inspirer des résultats de Fama et Miller (1972) qui documentent que les détenteurs d'obligations (bondholders) ne sont pas totalement protégés lorsque les pouvoirs décisionnels sont exclusivement le fait des actionnaires. Zingales (2000) pousse le raisonnement pour montrer que dans l'hypothèse où les contrats sont de nature à anticiper toutes les contingences futures pour tous les membres du nexus sauf les actionnaires, alors l'allocation des droits décisionnels ne devrait en somme pas faire l'objet d'aucun marchandage intéressé ; tous les membres seraient effectivement indifférents aux choix faits par les actionnaires parce qu'ils sont contractuellement protégés de toute conséquence négative potentielle. Par contre, le fait que ces droits décisionnels soient manifestement **valorisés** (Zingales, 1994, 1995) et reflètent de réels conflits d'intérêts indique que la partie en contrôle est certainement en mesure de faire des choix qui altèrent la distribution des bénéfices des autres parties en présence dans le nexus. Il coule donc de source que les autres parties contractuelles ne sont pas totalement protégées par les contrats explicites et cela remet incontestablement en cause la prémisse de la suprématie des actionnaires. Dans cette perspective, si plusieurs membres du nexus sont également des revendicateurs « résiduels » au même titre que les actionnaires, comment se fait-il que ces derniers soient les plus affectés par les décisions de la firme ? Et même dans l'hypothèse où ils le sont effectivement, sont-ils la partie qui bénéficie le plus de la protection additionnelle garantie par les droits de contrôle ?

Une variation, apparemment mineure, de l'approche précédente consiste à définir la firme comme un nexus de contrats explicites et implicites (Baker, Gibbons et Murphy, 1999) et donne lieu à des conséquences radicalement différentes. Premièrement, les contrats implicites, à l'opposé des contrats explicites, ne sont pas disponibles sur demande ; pour être crédibles, ils requièrent qu'une des parties (ou les deux) ait établi une certaine réputation sur la durée. Par conséquent, la firme n'est plus simplement la somme des ses composantes (généralement disponibles sur le marché) mais est plutôt une unique combinaison, qui peut valoir plus ou moins que la somme des composantes ; la différence étant alors la valeur nette de ses actifs et passifs organisationnels, ou en d'autres termes la valeur de son capital social ou organisationnel. Au chapitre de la gouvernance, la reconnaissance de contrats implicites conduit derechef à officialiser la notion qu'il existe d'autres parties (stakeholders) supportant le risque résiduel au même titre que les actionnaires ; il devient par conséquent discutable que les droits de contrôle soient exclusivement le fait de ces derniers parce que la poursuite de

L'objectif sacro-saint de maximisation de la valeur actionnariale pourrait mener à des actions inefficaces, comme par exemple le bris de précieux contrats implicites (Shleifer et Summers, 1998).

Pour Zingales (2000), la « nouvelle » firme, impliquée dans des formes organisationnelles novatrices et où le capital humain est devenu la première ressource critique, commande une nouvelle théorie. Pour ce faire, 4 critères devraient absolument être satisfaits ; premièrement, une théorie de la firme devrait apporter une réponse à la question fondamentale de savoir comment une organisation arrive à acquérir avec succès un pouvoir qui diffère de celui issu de rapports contractuels de marché entre deux parties (Alchian et Demsetz, 1972) ; deuxièmement, une théorie de la firme devrait élucider les modalités de maintenance de ce pouvoir et le cas échéant comment celui-ci est perdu ; troisièmement, une théorie de la firme devrait éclairer notre compréhension du modus opérandi de la « hiérarchie » qu'elle constitue (par opposition au marché) ; quatrièmement, une théorie de la firme devrait expliciter les modalités d'allocation du « surplus » généré par celle-ci entre ses différents membres. En conséquence de ce qui précède, Zingales (2000) nous propose de voir la firme comme un nexus d'investissements⁴ spécifiques.

Il découle d'une telle définition des implications nouvelles en terme de gouvernance. En effet, dans la firme « traditionnelle », le pouvoir était clairement alloué à la partie qui contrôle les actifs ; ainsi, le problème de gouvernance était essentiellement axé sur la prévention d'abus qui pourraient être le fait de la partie en contrôle. Cela explique donc la focalisation sur les coûts d'agence entre les fournisseurs de capitaux (actionnaires) et les managers et/ou entre les actionnaires principaux et les actionnaires minoritaires. En d'autres termes, la théorie d'agence était largement sollicitée pour expliciter et instrumentaliser des mécanismes de mitigation des risques. La « désintégration » de la firme et l'importance croissante du capital humain sont en train de changer les termes du problème. En effet, les pouvoirs et rentes ne sont plus concentrés au sommet d'une pyramide mais sont dispersés à travers toute l'organisation et même au -delà de ses frontières légales. Maintenant que le pouvoir est diffus, le problème majeur de gouvernance devient celui de s'assurer que les conflits entre les différentes parties (*stakeholders*) ne paralysent ou ne détruisent la firme. Dans le même temps, le pouvoir accru du capital humain oblige et exige de régler le problème fondamental de l'allocation des droits de contrôle *de jure* dans un contexte où de multiples sources possèdent et exercent des droits de contrôle *de facto* (Rajan et Zingales, 2000). La fragmentation du pouvoir présente également

⁴ Il s'agit ici d'appréhender ce terme du point de vue du capital humain plutôt que du point de vue classique de capital financier.

de sérieux risques pour la pérennité du capital organisationnel. En effet, comme aucune partie n'est la seule à supporter le risque résiduel et n'exerce pas de contrôle absolu, aucune d'elles n'internalise totalement la préservation du capital organisationnel. En définitive, le rôle central d'un système de gouvernance devrait être de réaliser une congruence entre les habiletés à capturer les opportunités et les bénéfices (ou récompenses) qui pourraient en découler.

Il serait opportun à ce stade d'ouvrir une parenthèse pour signaler la contribution potentiellement riche que la perspective institutionaliste de l'« économie des coûts de transaction » (*transaction cost economics TCE*) pourrait apporter à la réflexion ébauchée par Zingales (2000), par opposition à la théorie d'agence qui apparaît singulièrement caduque. En effet, comme le documentent Covalski, Dirsmith et Samuel (2003), le champ d'analyse élargi de l'économiste institutionnel Commons (1924) sied particulièrement bien aux problématiques évoquées ci-haut. Selon Stinchombe (1997), les contrats constituent l'essence même des marchés si bien que leur légitimité est centrale à la légitimité des marchés et pour Commons, la légitimité de ces marchés est inscrite dans ce qu'il appelle les « working rules ». Les deux notions principales du TCE sont celles d'opportunisme et de spécificité des actifs (*asset specificity*), et sont centrales à la problématique évoquée par Zingales (2000) dans l'élaboration de son modèle de firme. Ces aspects fondamentaux du TCE se retrouvent dans les travaux pionniers de Commons dans la mesure où, comme le signale Williamson (1996), il insistait à dire que l'ultime unité d'activité devrait absolument contenir les trois principes de conflit, mutualité et ordre. De plus, les conflits et tension sous-jacents émanant des postures opportunistes inhérentes aux arrangements contractuels sont, dans la perspective de Commons, inscrits dans son appréciation que les institutions de gouvernance ne sont pas de simples réponses techniques mais fonctionnent de façon à harmoniser des relations (sociales) potentiellement conflictuelles et confligènes, entre parties régies par les mêmes normes (institutionnelles).

2.1.2 Un argumentaire juridico-légal

Booth (1998) quant à lui utilise un argumentaire juridico-légal pour nous convaincre de la vacuité, ou tout au moins de l'ambiguïté du concept de maximisation de la valeur pour les actionnaires. En effet, la différence entre les deux vues (opposées) de la responsabilité fiduciaire du management découle en définitive de la façon dont on définit un « actionnaire moyen » (*reasonable stockholder*). Si la

responsabilité fiduciaire est mesurée à l'aune des intérêts d'un actionnaire diversifié alors il vient d'évidence que le management est dans l'obligation de maximiser les profits même au risque de provoquer la faillite de la firme. Objectivement, un actionnaire diversifié ne porte attention qu'au risque systémique présent dans son portefeuille d'actifs et par conséquent ne s'occupe pas du risque spécifique à une firme individuelle tant et aussi longtemps que le rendement est adéquat. Il apparaît donc évident, dans ce contexte, que les autres stakeholders ne peuvent pas dépendre et se satisfaire de la protection implicite et résiduelle accordée aux actionnaires. Alternativement, si la responsabilité fiduciaire est définie en rapport avec les intérêts d'un actionnaire non diversifié alors l'obligation contractuelle du management est de maximiser les profits et de minimiser le risque. En effet, un actionnaire non diversifié se satisferait d'un rendement raisonnable en lieu et place d'un rendement supérieur mais comportant un risque relativement important. Un tel investisseur accorde beaucoup d'importance à la survie de la firme. Ainsi, les intérêts des stakeholders sont implicitement pris en compte lorsque la responsabilité fiduciaire est construite en relation avec un actionnaire non diversifié ou, plus simplement, avec la corporation elle-même. Booth (1998) ajoute par ailleurs qu'on pourrait rétorquer que tout investisseur rationnel diversifie son portefeuille ; par conséquent, la plupart des commentateurs ont naturellement supposé que la responsabilité fiduciaire devrait être construite en référence à un actionnaire diversifié. La thèse défendue par Booth est précisément que d'une part il est pratiquement impossible de réellement mesurer une responsabilité fiduciaire à l'égard d'actionnaires diversifiés et que d'autre part, ceux-ci sont naturellement enclins à préférer que le management agisse comme s'il était redevable de ses actions à des actionnaires non diversifiés.

Il vient donc qu'en définitive, pour les fins de pratique juridique⁵, la responsabilité fiduciaire du management devrait être construite en référence à la corporation dans son ensemble plutôt qu'exclusivement centrée sur les intérêts des actionnaires.

⁵ En fait, Booth (1998) documente que jusqu'à date, la jurisprudence US montre que toutes les décisions des cours sont conformes à l'idée que le management a pour responsabilité prioritaire de limiter les possibilités de perte (par opposition à celle de maximiser les profits). En conséquence, il conclut qu'à toutes fins utiles, les amendements statutaires orientés vers la prise en compte des autres parties prenantes (*other-constituency statutes*) sont pratiquement redondants ou au minimum confirmatoires du statut quo.

2.1.3. La contribution critique d'une comptabilité sociale

Pour sa part, Shearer (2002) s'emploie à une déconstruction méthodique des tenants des pratiques et principes comptables de façon à les débarrasser de leurs oripeaux néolibéraux afin de nous ouvrir à une réalité éthique largement évacuée du discours ambiant. En effet, Shearer souscrit à l'argument poststructuraliste que l'identité (ou la subjectivité) est le résultat d'une production discursive ; les attributs de l'identité « naturelle » sont des « fictions culturelles », produites et maintenues par des pratiques discursives dominantes. Cela signifie, comme l'explique Butler (1990), qu'il n'y a pas de raccourci vers un sujet (au sens ontologique) qui précède les lois de la culture, et que les aspects d'une identité que nous prenons pour naturels ou prédiscursifs sont en fait un produit de pratiques discursives, qui définissent et naturalisent à la fois ce que nous appréhendons de cette identité. Cela signifie donc que les attributs « naturels » d'une identité ne sont pas des données irrévocables mais sont plutôt susceptibles de métamorphoses par le biais des pratiques discursives qui animent notre culture (Haber, 1994 ; Prado, 1995). Shearer s'accorde avec Schweiker (1993) pour penser que, quelle que soit la compréhension que l'on peut avoir du terme de responsabilité (*accountability*), il implique toujours et instrumentalise la notion d'intersubjectivité ; être redevable ou être responsable conduit inéluctablement à établir son identité à soi comme intrinsèquement interdépendant des autres. Pour cette raison, la responsabilité est un phénomène éminemment moral qui doit et devrait être sujet à des réflexions éthiques. Ainsi, Arrington et Francis (1993) se mettent au diapason de Schweiker (1993) pour poser que la responsabilité d'un sujet implique une responsabilité morale qui transforme le sujet économique en un soi moral-économique. Pour Shearer (2000), la théorie économique présuppose une conception spécifique du sujet humain et un ordre social déterminé dans lequel les sujets interagissent. Plus spécifiquement, la théorie néo-classique présuppose un ordre social égalitaire caractérisé par le principe de réciprocité de soi et des autres, et implique par conséquent la sacro-sainte maxime que chaque personne devrait être libre de poursuivre, sans contrainte, sa vision du bien. Ces présuppositions sur lesquelles la théorie économique se base, créent une conception spécifique du bien commun et contribue à une justification théorique de l'identité morale (et donc de la responsabilité) du sujet économique. Pour appréhender cette identité, et évaluer l'adéquation de la responsabilité « naturellement » inscrite dans les confins des objectifs et poursuites humains, il est nécessaire d'examiner attentivement comment le discours économique construit la subjectivité et l'intersubjectivité. En effet, si l'on accepte l'idée que les pratiques discursives non seulement décrivent mais créent la subjectivité humaine, alors il y'a plus dans l'expansion de la métaphore du

« *self-interest* » qu'une simple convention linguistique ou un artéfact de communication. Il y'a plus que cela parce que la métaphore corrompt notre sens de soi, fournit les schèmes interprétatifs par lesquels nous décryptons nos intentions, nos motivations, nos comportements et par lesquels nous définissons nos droits et obligations en relation avec les autres. En clair, la théorie économique inscrit dans la subjectivité humaine une certaine forme de rationalité qui, à la fois, restreint notre interprétation de l'expérience humaine et s'auto-légitime. Plus spécifiquement, dans la société des « agents économiques » de la théorie néoclassique, tous les sujets sont identiques et équivalents ; la possibilité même d'une subjectivité stricto sensu est préemptée dès le départ. En d'autres termes, la théorie économique (néoclassique) construit un monde social dans lequel l'altérité est de facto occultée ; dans ce monde social, il n'y a qu'une seule position de **sujet** et un monde d'**objets**⁶ sur lequel celui-ci agit. En réponse à cela, Shearer nous propose l'éthique promue Levinas (1985) où le soi est subordonné à une obligation éthique vis-à-vis des autres. En termes d'implications pour la pratique comptable, Shearer (2000) suggère de « déverrouiller » nos systèmes de reddition de comptes de façon à les rendre plus sensibles à des considérations transcendantales humaines (sociales) et environnementales. Ceci souligne donc la nécessité d'une rigoureuse divulgation sociale et environnementale concernant les employés, les clients, les fournisseurs et toutes les autres parties prenantes (stakeholders) avec lesquels l'entité entretient des rapports contractuels (ou pas).

En conclusion, le stakeholderisme nous invite à transcender la vision binaire ou dichotomique héritée de la théorie d'agence pour mieux gérer la complexité de la réalité émergente, et les attendus en termes de gouvernance ont été explicités.

Pour rappel, la théorie d'agence, qui constitue le fondement du système de gouvernance actuel, caractérise les acteurs de la firme selon la dichotomie principal/agent⁷ et est basée sur l'hypothèse behaviorale forte d'une aversion au risque et au travail de l'agent. Dans cette optique précise, la divergence entre les motivations (ou intérêts) des agents (managers) et des principaux (actionnaires) est de nature essentielle, et le système de gouvernance classique vise à mitiger cette « césure » en proposant et implémentant des mécanismes incitatifs (stock options) et de contrôle (administrateurs). Cette démarche nous installe donc dans un univers disciplinaire voire concentrationnaire et emprunte à une vision analytique (ou cartésienne) qui confine malheureusement à une approche mécanicienne

⁶ D'où le terme « *the commodification of the other* » utilisée par Shearer (2000).

⁷ Dans le contexte de la théorie d'agence, le terme de « principal » fait référence aux apporteurs de ressources financières ou capitaux (actionnaires) alors que le terme d' « agent » désigne les opérateurs (managers, employés) dont l'expertise est sollicitée pour gérer la firme.

(ou mécaniste) de la vie des organisations. Des auteurs comme Zingales s'attachent à nous montrer que, sous l'influence de facteurs contextuels nouveaux, la dichotomie principal/agent n'est plus pertinente (ou le devient de moins en moins) alors que Charreaux insiste sur les dimensions cognitives qui ajoutent un aspect dynamique à la gouvernance des firmes, assez éloignée de la perspective statique et mécaniste découlant de la théorie d'agence. Par ailleurs, certains auteurs comme H. Simon et A. Sen indiquent fort justement que l'hypothèse behaviorale de la théorie d'agence est tendancieuse (i.e. n'est pas neutre au plan des valeurs) car celle-ci n'est en définitive qu'une des modalités du champ de modalités comportementales des animateurs du microcosme social que constitue la firme. Le biais épistémologique qu'introduit une telle hypothèse nous éloigne donc peu ou prou de la réalité sociale des organisations et obscurcit plus qu'elle n'éclaircit notre compréhension des dynamiques organisationnelles.

2.2 Le cadre théorique : la théorie partenariale de la firme

La théorie partenariale de la firme a été pour la première fois ébauchée par Freeman (1984) et a connu depuis lors des développements importants. Donaldson et Preston (1995) nous proposent à ce sujet une taxonomie qui se décline selon les dimensions descriptive, instrumentale et normative. En effet, selon ces auteurs, des théories différentes ont des objectifs (ou buts) différents et ont donc des critères de validité et des implications différents. Par exemple, selon Cyert et March (1963), la théorie néoclassique de la firme vise à expliciter les principes économiques qui conditionnent les décisions de production, d'investissement et de fixation de prix de firmes opérant dans des marchés supposés compétitifs. En contraste, leur théorie behaviorale de la firme vise à expliciter le processus de prise de décision dans la firme moderne en termes de buts (goals), expectatives (expectations) et procédures de choix. La théorie de jeu coopératif (de la firme) proposée par Aoki (1984) s'attache à expliciter les aspects de gouvernance interne, et particulièrement l'équilibre entre les intérêts des propriétaires et ceux des travailleurs. A la différence de toutes les contributions citées plus haut, la théorie des coûts de transactions se propose d'explicitement les raisons de l'existence des firmes, en dehors des mécanismes allocatifs du marché (Coase, 1937 ; Williamson et Winter, 1991).

La théorie partenariale de la firme diffère des théories précédentes (et des autres théories de la firme) sur plusieurs points fondamentaux. En effet, la théorie partenariale vise à la fois les objectifs d'explicitation et de pilotage des structure et opération de la corporation (en existence).

Pour cette fin, la corporation est appréhendée comme une entité organisationnelle au travers de laquelle de nombreuses et diverses parties visent à réaliser de multiples objectifs, qui ne sont pas toujours congruents. Par conséquent, la théorie partenariale de la firme se veut générale et synthétique, et va bien au-delà du simple constat que les organisations sont un nœud de parties prenantes (*stakeholders*).

Pour Donaldson et Preston (1995), la théorie partenariale descriptive vise à décrire, et dans certaines circonstances expliquer, des caractéristiques et comportements corporatistes spécifiques. Par exemple, la théorie partenariale a été utilisée pour décrire la nature de la firme (Brenner et Cochran, 1991), les schèmes de pensée des managers à propos des tâches managériales (Brenner et Molander, 1977), les modalités de prise en compte des intérêts de parties constituées (liées à la firme) par les membres du conseil d'administration (Wang et Dewhirst, 1992) et les modalités pratiques de gestion de certaines corporations (Clarkson, 1991 ; Halal, 1990 ; Kreiner et Bhambri, 1991).

La théorie partenariale instrumentale vise à identifier les liens (ou l'absence de liens) entre une orientation partenariale (*stakeholder management*) et la réalisation d'objectifs corporatifs traditionnels (profitabilité, croissance...). Les études qui s'inscrivent dans ce champ de recherche ont utilisé soit des méthodologies statistiques conventionnelles (Waddock et Graves, 1997 ; Aupperle, Carroll et Hatfield, 1985 ; Cochran et Wood, 1984 ; Preston, Sapienza et Miller, 1991), soit la méthodologie des interviews et de l'observation directe (Kotter et Heskett, 1992 ; O'Toole, 1985, 1991). Quelle que soit la perspective méthodologique utilisée, ces études suggèrent dans la majorité des cas que l'adoption de pratiques et principes « stakeholders » conduit à une performance corporative équivalente voire supérieure à celle des autres firmes.

La théorie partenariale normative vise à fournir des prescriptions sur la finalité de la firme, essentiellement par l'identification de principes philosophiques et moraux pertinents pour la gestion des corporations. Les préoccupations normatives ont depuis les origines dominé les efforts de formulation de la théorie partenariale classique (Dodd, 1932) et cette tradition continue à ce jour de marquer les versions les plus récentes (Carroll, 1989 ; Kuhn et Shriver, 1991 ; Marcus, 1993).

En tous les cas, Donaldson et Preston (1995) nous indiquent que ces trois courants sont fondamentalement interdépendants et que le courant normatif constitue de fait la base ontologique

de la théorie partenariale dans son ensemble. En effet, la théorie descriptive présente et explique certaines relations observées dans l'univers des corporations ; la pertinence de la théorie descriptive est sanctionnée au second niveau par sa valeur instrumentale et prédictive ; finalement, la précision et la pertinence du modèle descriptif ou instrumental s'appuient sur l'hypothèse forte que les managers et autres agents agissent comme si les intérêts de tous les stakeholders avaient une valeur intrinsèque en soi. Ainsi, au-delà de toutes les justifications factuelles, légales et empiriques que l'on pourrait proposer en ce qui concerne les courants descriptif et instrumental, le véritable fondement réside *de facto* dans un ensemble de principes catégoriques et impératifs. Ce constat n'ampute en rien la valeur « scientifique » de la théorie partenariale qu'une certaine orthodoxie procédurale positiviste voudrait disqualifier. En effet, c'est faire œuvre de mystification que de penser que les théories dites « positives » sont dépouillées de tout attribut normatif (Dobson, 2003) et la réflexion de Shearer (2002) sur les pratiques discursives, qui indique que nous sommes les histoires que nous racontons, est particulièrement pertinente. Plus généralement, Romm (2002) nous donne à voir que dans un contexte d'observation la relation sujet-objet n'est pas invariante ; autrement dit, il n'existe pas d'objet en dehors du sujet et toute théorie est le résultat d'une construction sociale.

Dans les paragraphes qui suivent, il est proposé une formulation relativement détaillée des théories descriptive, instrumentale et normative articulées par quelques auteurs.

2.2.1 La théorie descriptive

Jawahar et McLaughlin (2001) nous indiquent que la littérature sur les organisations en général et les études sur la performance sociale des firmes (CSP) en particulier révèlent un biais apparent qui consiste en une focalisation exclusive sur des organisations matures (Kimberly et Miles, 1980). Les auteurs se proposent donc d'adopter une perspective de long terme afin d'élucider les modalités du changement de stratégie utilisée par une organisation vis-à-vis des stakeholders au fur et à mesure que celle-ci passe d'une étape de son cycle de vie à une autre (constitution, croissance, maturité et déclin ou renaissance). En effet, on peut raisonnablement faire l'hypothèse qu'il existe, pour une organisation, une variation dans sa stratégie interactionnelle avec différents stakeholders (simultanément ou dans le temps) et la littérature existante sur la théorie partenariale donne peu ou pas d'indices sur cette possibilité. Ceci découle pour l'essentiel des perspectives méthodologiques

transversales utilisées jusque là et comme cité plus haut, de la nature (maturité) des firmes sélectionnées. Brenner et Cochran (1991) ont été parmi les premiers à proposer une théorie partenariale descriptive et ils énonçaient en substance que la nature des stakeholders, leurs valeurs, leur influence relative sur les décisions de la firme et la nature du contexte sont autant d'informations pertinentes pour les fins de prédiction du comportement organisationnel ; même s'ils recommandent une pondération des valeurs (en présence et en concurrence) lors de la finalisation de choix stratégiques, ils ne donnent aucun indice probant ni de prédiction, ni de description substantives des mécanismes par lesquels les comportements anticipés trouveront à se réaliser.

Dans une autre esquisse de théorie descriptive, Jones (1994) propose que les managers se conduisent comme si les stakeholders avaient une indéniable importance, du fait de la justesse intrinsèque de leurs revendications et doléances. Pour Jones et Wicks (1999), des formulations de ce type ne permettent pas d'exploiter toutes les possibilités d'une théorie descriptive. Plus récemment, Mitchell et al. (1997) donnent l'ébauche d'une théorie descriptive qui postule que l'identification des stakeholders par les managers et leur saillance (*salience*) sont basées sur la légitimité morale de leurs doléances, leur pouvoir d'influence sur la firme et l'urgence de leurs préoccupations (*issues*). Pour résumer, la thèse centrale de leur théorie tient au fait que la saillance des stakeholders est positivement corrélée au nombre cumulatif de leurs attributs de pouvoir, de légitimité et d'urgence. Ce faisant, Mitchell et al. n'apportent pas d'éclairage sur la façon adéquate de « gérer » des stakeholders qui présenteraient une variabilité en termes de saillance.

Pour pallier à toutes les insuffisances ci-dessus signalées, Jawahar et McLaughlin (2001) se proposent d'intégrer des éléments de la théorie sur les ressources (*resource dependence theory*), de la théorie des perspectives (*prospect theory*) et des modèles de cycle de vie organisationnelle pour élaborer une théorie descriptive intégrative et synthétique qui soit en mesure de prédire quels sont les stakeholders qui apparaissent importants, à quel moment précis cette importance (stratégique) se manifestera et quelles sont les modalités de gestion pour la firme de ces stakeholders à importance variable.

Ainsi, au plan de la stratégie relationnelle en rapport avec les stakeholders, il y a quatre approches différentes possibles : la proactive, l'accommodative, la défensive et la réactive (Carroll, 1979 ; Clarkson, 1988, 1991, 1995 ; Gatewood et Carroll, 1981 ; Wartick et Cochran, 1985). La théorie (de la firme) basée sur les ressources indique que les organisations doivent satisfaire aux demandes de ceux de son

environnement qui leur fournissent des ressources nécessaires et importantes pour leur pérennité et de fait, les organisations seront généralement plus attentives aux doléances des groupes et organisations dans son environnement qui contrôlent des ressources critiques (Pfeffer, 1982).

Par conséquent, la dépendance des firmes par rapport à des stakeholders concernant l'apport de ressources importantes se traduit ipso facto par un pouvoir d'influence accru pour les stakeholders concernés (Mitchell et al., 1997). On peut raisonnablement imaginer que pour des raisons qui tiennent aux limites objectives des ressources des organisations en terme de temps et de moyens financiers, il est peu probable qu'elles s'engagent de façon proactive à satisfaire les doléances de tous les stakeholders, tout le temps ; la théorie (Pfeffer et Salancik, 1978) et la recherche (Kreiner et Bhambri, 1991) basées sur les ressources indique que les organisations focaliseront leur attention sur les stakeholders qui contrôlent des ressources critiques et accorderont d'avantage moins d'intérêt aux autres stakeholders. Cette attention différenciée se manifestera sous la forme des différentes stratégies relationnelles évoquées plus haut.

La théorie des perspectives (*prospect theory*) (Kahneman et Tversky, 1979) est une théorie behaviorale de décision articulée sur l'idée d'une fonction de valeur hypothétique, qui établirait la relation qui existe entre la valeur actuelle d'une option et la valeur psychologique de celle-ci. La fonction de valeur hypothétique suggère que l'estimation qu'un individu peut faire de la valeur psychologique d'une option diffère systématiquement de la valeur actuelle de cette option. Cette différence est attribuée au point de référence que l'individu utilise dans son évaluation des options ; ce point de référence peut être par exemple le statut quo (position actuelle) ou une aspiration (niveau de gain que l'on espère réaliser) (Kahneman et Tversky, 1984). Ainsi, Kahneman et Tversky (1979) posent que le point de référence déterminera dans quelle mesure les résultats (*outcomes*) seront évalués en termes de gains ou de pertes. Toute perte ou gain différé est conceptuellement formulé comme une perte ; l'évitement d'une perte ou une perte différée est conceptuellement formulé comme un gain. Comme la plupart des individus ont une fonction de valeur en forme de S, concave dans le domaine des gains et convexe dans le domaine des pertes, les pertes relativement au point de référence apparaissent plus substantielles que les gains éventuels si bien qu'une unité de perte possède une pondération plus grande qu'une égale quantité de gain. Par conséquent, les individus sont « *risk-seeking* » dans le domaine des pertes mais « *risk-averse* » dans le domaine des gains. Transposé dans le champ des organisations, la théorie des perspectives permet de poser ce qui suit : (1) En l'absence de menaces sur la pérennité de la firme, une conceptualisation formelle en termes de gains sera adoptée et celle-ci

instrumentalisera une stratégie « *risk-averse* », et s'emploiera de façon active à régler les doléances de tous les stakeholders, (2) En présence de menaces sur la pérennité de la firme, une conceptualisation formelle en termes de pertes sera adoptée et celle-ci instrumentalisera une stratégie risquée ; cette stratégie consistera essentiellement à activement régler les doléances des stakeholders uniquement et immédiatement impliqués dans la situation de menace (et de perte potentielle) et dans le même temps adoptera une posture défensive ou de déni pour ce qui concerne les doléances des autres stakeholders.

En s'appuyant sur les travaux de Miller et Friesen (1980), il est possible de poser qu'en général le cycle de vie d'une organisation typique consiste en quatre phases identifiables et juxtaposées : la constitution ou formation (*start-up*), la croissance (*growth*), la maturité (*maturity*) et le déclin ou renaissance (*revival*). Par ailleurs, la théorie et la recherche montrent que le comportement des organisations peut être prédit au moyen de modèles portant sur le cycle de vie organisationnelle (Milliman, Von Glinow et Nathan, 1991). Plus spécifiquement, il est suggéré que les pressions, menaces et opportunités dans les environnements interne et externe de l'organisation varient en fonction des phases de son cycle de vie (Anderson et Zeithaml, 1984 ; Dodge et Robbins, 1992). Par conséquent, une organisation éprouvera des besoins différents en termes de ressources aux différentes phases de son cycle de vie. En utilisant les référents de la théorie des perspectives, on peut concevoir que ces besoins spécifiques aient le potentiel de servir de point de référence lors de l'élaboration des décisions d'allocation des ressources. Ainsi, dans quelques phases du cycle de vie, certains besoins apparaîtront si critiques qu'ils compromettent la pérennité de l'organisation dans le cas où ils ne seraient pas satisfaits ; il vient donc que si la satisfaction de tels besoins critiques est sérieusement hypothéquée (ou prévue être sérieusement hypothéquée), alors il est très vraisemblable que le preneur de décision adoptera une conceptualisation formelle en termes de pertes (*loss frame*) et interagira avec les stakeholders les plus indispensables sur un mode proactif ou au minimum accommodateur. Pour les autres stakeholders, une stratégie relationnelle défensive ou réactive sera probablement utilisée. Alternativement, il est fort probable que dans d'autres phases du cycle de vie les besoins spécifiques seraient relativement moins urgents et dans ce contexte, le preneur de décision adoptera une conceptualisation formelle en termes de gains (*gain frame*) et instrumentalisera une stratégie risk-averse (proactive ou accommodatrice) vis-à-vis de tous les stakeholders.

Au final, la thèse centrale de la théorie descriptive élaborée par Jawahar et McLaughlin (2001) se résume en quatre propositions. La première indique que durant la phase de constitution (ou formation), les décisions d'allocation de ressources seront conceptuellement formulées en termes de pertes et une stratégie relationnelle risquée (défensive ou réactive) sera utilisée avec les stakeholders dont les inputs ne sont pas critiques pour la pérennité de l'organisation ; plus spécifiquement, une firme assumera le risque d'une stratégie réactive avec les associations commerciales et les groupes environnementaux, et une stratégie défensive avec le gouvernement et la communauté. Cependant, la firme utilisera une stratégie proactive avec les actionnaires, créanciers, clients et une stratégie accommodatrice avec les employés et les fournisseurs. La deuxième proposition indique que durant la phase de croissance, les décisions d'allocation de ressources seront conceptuellement formulées en termes de gains, et une stratégie risk-averse sera poursuivie avec les stakeholders ; plus spécifiquement, les doléances des créanciers, employés, fournisseurs et associations commerciales seront traitées de façon proactive et les préoccupations des actionnaires, clients, gouvernements, communautés et groupes environnementaux seront appréhendées d'une manière accommodatrice. La troisième proposition établit que durant la phase de maturité, les décisions d'allocation de ressources seront conceptuellement formulées en termes de gains, et une stratégie risk-averse essentiellement proactive sera utilisée à l'égard de tous les stakeholders, à l'exception des créanciers avec lesquels une stratégie accommodatrice sera mise en œuvre. Finalement, la quatrième proposition indique que durant la phase de déclin, les décisions d'allocation des ressources seront conceptuellement formulées en termes de pertes, et une stratégie risquée (défensive ou réactive) sera utilisée vis-à-vis des stakeholders à importance marginale ; plus spécifiquement, la stratégie réactive sera utilisée avec les associations commerciales et les groupes environnementaux, et une stratégie défensive sera mise en œuvre avec les gouvernements et les communautés. Cependant, une stratégie proactive sera adoptée vis-à-vis des actionnaires, créanciers, clients et une stratégie accommodatrice sera choisie pour gérer les relations avec les employés et les fournisseurs. Il est à noter que toutes ces propositions sont empiriquement testables, en utilisant par exemple la méthodologie élaborée par Clarkson (1988, 1991, 1995) et synthétisée par son échelle RDPA (**R**eactive **D**efensive **P**roactive **A**ccomodative) qui est une espèce de grille taxonomique prolongeant les travaux théoriques de Wartick & Cochran (1985) et Carroll (1979) sur la performance sociale.

2.2.2 La théorie instrumentale

Jones (1995) nous propose une théorie instrumentale particulièrement robuste et achevée en s'appuyant sur la nature des relations contractuelles diligentées par la firme avec son environnement interne ou externe. En effet, Jones (1995) étend l'idée du nexus de contrats au-delà du périmètre immédiat de la firme pour inclure tous les stakeholders. Dans cette acception élargie, les managers occupent une position particulière eu égard à leurs responsabilités de décideurs stratégiques (Herman, 1981) et leur rôle de « liaison » avec la constellation de stakeholders. A ce titre, bien que les managers puisse techniquement être considérés comme une classe de stakeholders, il est fait le choix de considérer la firme et les managers comme une seule et même entité. Par ailleurs, l'hypothèse fondamentale de marchés caractérisés par une **tendance vers** l'équilibre (Jacobson, 1992 ; Kirzner, 1979) est postulée, par opposition à l'équilibre (ou efficacité) énoncée par la théorie microéconomique néoclassique. Par conséquent, les firmes existent et opèrent dans des marchés au niveau desquels les pressions compétitives influencent le comportement mais ne pénalisent pas nécessairement des comportements modérément inefficients.

Il importe de signaler que les contrats qui existent entre la firme et les stakeholders occupent une palette différenciée qui va de contrats relationnels (McNeil, 1978 ; Williamson, 1985) à un extrême, aux contrats formels et spécifiques à l'autre extrême. De plus ces contrats peuvent varier en termes de fréquence et de régularité quant aux transactions et aux échanges engagés. La nature des contrats est l'objet d'étude de plusieurs cadres conceptuels théoriques comme la théorie d'agence (Jensen et Meckling, 1976), l'économie des coûts de transaction (Coase, 1937 ; Williamson, 1975) et la production des équipes de travail (*team production*) (Alchian et Demsetz, 1972). Un élément commun à toutes ces théories tient aux faits que les agents poursuivent leurs propres intérêts au détriment des principaux, les vendeurs (ou fournisseurs) de ressources « falsifient » la valeur de celles-ci auprès de la clientèle, les consommateurs de ressources tiennent en otage leurs producteurs et les membres des équipes se défontent sur leurs collègues (*free-riding*), indiquant ainsi une propension à l'opportunisme de la part d'une des parties. Il découle de cette dynamique des coûts (d'agence) soit parce que l'opportuniste obtient gain de cause ou parce que l'une des parties au contrat dépense des ressources pour endiguer (ou réduire) cet opportunisme. Au final, ces coûts d'agence font que les marchés « récompensent » ceux qui sont en mesure d'implémenter des contrats efficaces en réduisant les phénomènes d'opportunisme et « pénalisent » ceux qui ne le font pas.

En définitive, toute chose étant égale par ailleurs, l'implémentation de contrats efficaces se traduira par un **avantage compétitif** relatif.

Le thème du contrat efficace a été pour longtemps le point focal de la théorie (et de l'expérimentation) économique financière et de la théorie sur les organisations (Eisenhardt, 1988, 1989), qui intègrent l'opportunisme comme une hypothèse comportementale et qui s'intéressent à des outils comme les mécanismes d'alignement des intérêts (stock options), les structures incitatives (bonus), les mécanismes de monitoring (boards) et autres structures de gouvernance (régulation de la divulgation financière) pour réduire les risques d'opportunisme. Il y a pourtant une autre façon de réduire l'occurrence de comportements opportunistes ; des économistes et des philosophes moraux comme Adam Smith observaient déjà que les économies de marché opéraient nettement mieux lorsque les valeurs d'honnêteté et d'intégrité prévalent. North (1981) indique que l'absence d'une certaine forme de restriction individuelle au regard de comportements maximisateurs est de nature à rendre les institutions politiques et économiques non viables ; il ajoute que les codes éthiques et moraux d'une société sont le ciment de la stabilité sociale qui conditionnent la viabilité d'un système économique. La relation entre morale et efficacité économique est très bien illustrée par le marché au « citrons » d'Akerlof (1970) et à un niveau plus macroscopique, l'opportunisme impose des coûts substantiels (régulations économique et sociale, services légaux, malaise social) à une société dans son ensemble et à son économie. De plus, la théorie des jeux, avec le dilemme du prisonnier, montre de façon non équivoque que seules les stratégies coopératives par opposition au self-interest mènent à des configurations optimales et efficaces sur le long terme.

Il vient de ce qui précède que l'éthique est un ingrédient essentiel à toute solution crédible sur l'opportunisme. On peut en effet convenir avec Frank (1988) que les individus possédant certains sentiments moraux (honnêteté, intégrité, honneur) sont des partenaires recherchés pour une large palette de relations économiques. Ceci tient au fait que ces sentiments moraux sont difficilement reproductibles à souhait (*fake*) et les résultats de psychologie expérimentale montrent que les individus « instrumentalisant » ces sentiments seront pris à défaut à une fréquence telle que leur capital de réputation sera réduit à des proportions insignifiantes.

Transposé à l'univers des firmes et corporations, on obtient les mêmes bénéfices à condition de comprendre que la « moralité » corporative est essentiellement le reflet des sentiments moraux du

top management. En effet, la rectitude morale d'une firme se trouve refléter dans ses politiques et décisions à l'égard des stakeholders, et celles-ci sont de purs produits de la fonction managériale et ont une incidence cumulative sur son capital réputation. De plus, et de façon plus subtile, les stakeholders font l'expérience de ces politiques et décisions corporatives par le biais du comportement de divers employés et représentants. Or ces comportements sont fortement modulés par la posture éthique du top management selon plusieurs modalités. Il est évident que la moralité des managers aura un effet certain sur le (choix du) système d'incitatifs et de sanctions mis en œuvre par la firme. Par ailleurs, la culture corporative sera particulièrement influencée par l'éthos des managers (Clinard, 1983). En effet, les employés ont tendance à adopter la « coloration morale » de la firme (et de ses top managers) au travers d'un processus d'apprentissage social (Bandura, 1986). De plus, par un processus d'auto-sélection, les individus ayant une forte conscience morale tendent à éviter ou à quitter les firmes « opportunistes » (Lee et Mitchell, 1994). De la même façon, les firmes « morales » tendent à éviter les individus opportunistes ou à s'en départir le cas échéant pour préserver leur capital réputation (Clinard, 1983). En définitive, la moralité d'une firme tout comme celle de l'individu, se prêtent mal à une instrumentalisation à souhait (*fake*) et conduit au fait que les corporations éthiques jouiront du même type de bénéfices que les individus intrinsèquement moraux ; autrement dit, de telles firmes constitueront des partenaires très recherchés dans les relations, alliances et réseaux économiques où le risque d'opportunisme est patent. Cette dynamique vertueuse est l'objet d'une rigoureuse et exemplaire étude de Uzzi (1996) qui introduit la notion de *network effect* et évalue l'impact qu'a celui-ci sur la performance économique des organisations. Les vertus de la collaboration ou de la coopération pour les organisations sont également mises en évidence par Welborn et Kasten (2003) à travers ce qu'ils appellent le principe de Jericho.

La thèse centrale de la théorie instrumentale de Jones (1995) tient donc au fait que les solutions « éthiques », pour régler les problèmes d'opportunisme pouvant potentiellement découler d'engagements contractuels, sont plus efficaces que les mécanismes managériaux (incitatifs, contrôles) mis en place pour les réduire. Signalons à ce sujet que Bonner et Sprinkle (2002) montrent que la relation incitatifs/ performance est loin d'être du type mécaniste ou monotone et mettent en évidence de nombreux effets de médiation. Il vient donc que les firmes qui s'engagent dans les relations contractuelles avec leurs stakeholders sur la base de la confiance mutuelle (*mutual trust*) et de la coopération auront un avantage compétitif indéniable sur les autres. Litz (1996) aboutit en substance à la même proposition lorsqu'il utilise les référents de la théorie de la firme basée sur les

ressources pour montrer que le capital social et le capital « éthique » sont des ressources stratégiques de toute première importance. Dans la même veine, Tomkins (2001) nous ouvre à la centralité du concept de confiance (*trust*) dans l'infrastructure informationnelle de la firme. Rob et Zemsky (2002) utilisent pour leur part une modélisation mathématique pour prouver qu'il existe une relation négative entre incitatifs et profits : une firme dotée d'une culture coopérative réalise des profits supérieurs et possède un système d'incitatifs moins « intense » qu'une firme à culture non coopérative.

Sur la foi des prémisses ci-dessus, Jones (1995) développe une série de neuf propositions détaillées et spécifiques testables, de façon à valider l'instrumentalité de la théorie suggérée. A titre d'exemple, il est proposé que les firmes qui présentent des niveaux de rémunération managériale (très) élevés performeront moins bien que les autres firmes. En effet, la théorie de Jones (1995) prévoit une corrélation négative entre la rémunération et la performance car des niveaux excessifs de rémunération sont un exemple de contrat inefficace entre la firme et ses managers ; étant donné que les managers sont ceux qui « négocient » les différents contrats (explicites et implicites) avec les stakeholders, de tels niveaux peuvent être vus comme un abus ou un manque patents de confiance de leur part, qui met en péril le capital réputation de la firme et pourrait, à terme et comme par un effet cascade, déboucher sur des contrats inefficaces (avec les stakeholders) et une performance en déclin. En définitive, cette perspective prend le contre-pied des études et thèses précédentes qui postulaient une relation de causalité qui va de la performance vers la rémunération ; selon l'argumentaire ci-dessus articulé sur les concepts de confiance mutuelle et coopération, une relation de causalité inverse est nettement plus plausible et expliquerait (tout au moins en partie) les résultats mitigés obtenus par les chercheurs précédents (Kerr et Bettis, 1987 ; Benston, 1985 ; Boyd, 1994).

En conclusion, la théorie instrumentale de Jones (1995) apparaît et se veut une antithèse définitive de la théorie néoclassique, fondée sur les vertus cardinales que sont la confiance et la coopération ; elle s'attache à montrer comment des comportements altruistes, que certains qualifient d'« irrationnels », sont les fondements d'une véritable productivité et d'un avantage compétitif authentique.

2.2.3 La théorie normative

Pour Wijnberg (2000) les théoriciens de l'approche normative ont jusque là buté sur trois écueils qu'il faut de toute urgence régler ; en effet, ces théoriciens semblent en majorité hésiter ou observent une certaine retenue quant à l'explicitation des principes éthiques sous-jacents aux normes proposées ; cependant, il reste que même dans le cas où ces principes éthiques sont mis en évidence, il apparaît pour le moins difficile de spécifier le contenu des normes de façon à dériver des préceptes managériaux utiles à la prise de décision ; et finalement, la focalisation sur les responsabilités de la firme en tant qu'entité vis-à-vis des stakeholders tend à « négliger » le rôle des preneurs de décision individuels et leurs responsabilités. Wijnberg se propose donc de puiser dans la pensée éthique et politique féconde d'Aristote pour pallier aux points ci-dessus énoncés et vise à élaborer une théorie normative relativement robuste.

Une approche normative exprime un intérêt pour le « bien » ou de façon plus générale pour des valeurs morales positives. En réponse aux sophistes qui doutaient de la possibilité de l'existence et de l'expérience d'un « bien » non relativiste, Platon soutenait qu'il existe une idée du « bien » que la contemplation philosophique pourrait nous permettre de découvrir. Une explicitation de la pensée de Platon par Nussbaums (1990, 1993) nous donne à voir que pour celui-ci toute valeur (morale) est commensurable. Par conséquent, si un seul type de « bien » existe et si des différences en quantité ou en intensité de « bien » sont possibles, il est alors crédible de proposer l'érection d'une science de la mesure de ce « bien ». De telles mesures permettraient l'optimisation des processus de décision et plus spécifiquement la commensurabilité des valeurs fournirait une base théorique pour l'obtention d'une optimalité au sens de Pareto dans la gestion des intérêts des différents stakeholders. Aristote rejette cette vision platonicienne d'un « bien » unique et universel qui varierait seulement en quantité et propose plutôt une hétérogénéité et une irréductibilité des valeurs. Pour Aristote, ces valeurs peuvent entrer en conflit et les hommes, individuellement ou collectivement, sont amenés à prendre des décisions sans le support de règles d'optimisation. En effet les règles, qui sont un condensé de précédents, ne suffisent pas en matière de délibération ou de sagesse empirique car dans un tel contexte, le preneur de décision est confronté à une panoplie de dilemmes aux conséquences potentiellement tragiques. Pour Aristote, il n'existe tout simplement pas de règles pour résoudre des dilemmes tout comme il n'existe pas de règles pour dire des plaisanteries. Autrement dit, les capacités délibératives obéissent aux registres de l'émotion et de l'imagination et ne peuvent faire l'objet d'une

rationalisation scientifique (règles). Ainsi, le raisonnement aristotélicien introduit un certain subjectivisme ou relativisme dans l'appréciation du « bien » et nous propose le concept de « sphères d'expérience », qui sont des espèces de référentiels dans lesquelles des choix moraux peuvent être appréhendés de façon plausible et crédible. Attaché à ce concept est cette idée ou doctrine de la « moyenne » aristotélicienne qui stipule en substance que les excès et insuffisances doivent absolument être évités dans toute sphère d'expérience. Par exemple, l'idée de justice est celle qui vient immédiatement à l'esprit lorsque l'on envisage un processus de décision concerné par les intérêts conflictuels de plusieurs stakeholders ; cependant, la justice n'est pas la seule valeur pertinente dans ce contexte. Un homme de bien, au sens aristotélicien, n'est pas un homme qui exprime une seule grande valeur ou vertu, mais un homme qui est capable d'exprimer plusieurs valeurs sans supprimer leurs différences et leurs conséquences potentiellement conflictuelles. De plus, selon Aristote, les hommes ne naissent pas vertueux ; ils acquièrent et conservent des vertus au prix d'actions vertueuses. Autrement dit, la vertu est un état de caractère qui se construit par des choix moraux dans un environnement humain, qui est essentiellement et fondamentalement politique (*Nicomachean Ethics*).

Il est à noter que les référents de la théorie politique aristotélicienne restent pertinents pour la plupart des organisations qui comme le signalait Pfeffer (1992) sont de véritables entités politiques. Plus généralement, un nombre croissant d'auteurs mettent en évidence la nature politique des organisations (et des firmes en particulier) et indiquent l'importance de considérer la politique dans les organisations (*organizational politics*) et la nature des relations de pouvoir dans celles-ci pour mieux expliquer ou appréhender les dynamiques et comportements organisationnels. Dans le contexte spécifique des firmes, les questions cardinales posées par Aristote pour la classification des « constitutions » politiques portant sur l'identité des preneurs de décision et les intérêts (de parties) effectivement pris en compte sont également pertinentes. Pour ce qui concerne le premier volet, on peut noter que le processus de décision reste rarement dans le périmètre fermé des managers. En effet, les managers ne constituent pas une entité monolithique et non conflictuelle ; ils tentent d'exercer de l'influence les uns sur les autres et pour ce faire s'engagent dans la construction de coalitions ou s'allient à des groupes qui n'ont pas de pouvoir décisionnel réel mais dont le comportement (ou l'attitude) peut avoir un effet significatif sur les paramètres de la situation objective dans laquelle la décision est prise. Ce phénomène de coalitions n'échappe pas à des théoriciens des organisations comme Child (1997) qui indique que les choix stratégiques sont initiés et réalisés au travers de processus où ceux ayant les pouvoirs décisionnels interagissent entre eux,

avec les autres membres de l'organisation et avec des parties externes (stakeholders). Ainsi, en mettant l'emphase sur la nature essentiellement politique et sur la fluidité du processus de décision, il apparaît difficile d'envisager la construction d'une « cartographie » réaliste des structures de décision internes à la firme, de façon à assigner des responsabilités morales à l'entité qu'elle constitue. D'autre part, la dynamique des coalitions changeantes et évolutives nous introduit au rôle fatidique des stakeholders et de la prise en compte de leurs intérêts. On peut raisonnablement déduire des idées ci-dessus énoncées que plus une organisation permet à des coalitions dominantes et instables d'exercer le pouvoir (décisionnel), plus on peut anticiper que les intérêts des stakeholders internes et externes seront pris en compte ; par conséquent, la dynamique politique des organisations semble manifestement aller dans le sens de la norme qui stipule que la firme devrait être gérée pour le bénéfice des stakeholders, internes et externes.

La thèse centrale de la théorie de Wijnberg est que, selon une perspective aristotélicienne, l'existence de la firme et les diverses interactions avec les stakeholders sont instrumentalisées pour satisfaire au « désir » du manager d'agir de façon vertueuse, en accord avec des normes éthiques. A ce titre, la dynamique politique de l'organisation est de toute première importance parce que la « constitution » corporative – institutions et procédures organisationnelles, répartition des pouvoirs – doit donner au manager suffisamment de marge de manœuvre pour exprimer sa sagesse « empirique » (*practical wisdom*) ; par conséquent, il est évident que plus une « constitution » corporative aménage des pistes d'intervention pour les stakeholders externes, plus on peut anticiper que la société dans son ensemble tirera un bénéfice des activités de cette corporation, dans l'hypothèse où elle est dirigée par des managers vertueux. Il convient cependant de remarquer que selon cette argumentation, la fin visée est celle de la vie « accomplie » du preneur de décisions (manager) et non celle du bien-être de la corporation ou de la société, qui apparaît comme un sous-produit (même si l'on peut concevoir que la corporation et la société doivent nécessairement bénéficier d'un minimum de bien-être pour que les fonctions décisionnelles managériales soient possibles).

En conclusion, on peut convenir avec Donaldson & Preston (1995) que la théorie partenariale est utilisée et justifiée dans la littérature du management en évoquant sa précision descriptive, sa puissance prédictive (ou instrumentale) et sa validité normative. Ces trois aspects de la théorie, quoique interreliés, sont essentiellement distincts; ils s'appuient sur différents types de preuves et d'argumentaires, et ont des implications toutes différentes. Cependant, ces trois dimensions de la

théorie partenariale entretiennent une relation de support mutuel et le courant normatif constitue incontestablement la base d'un corpus qui s'apparente plus à cadre conceptuel (Trevino & Weaver, 1999) qu'à une théorie, au sens d'une matière discursive achevée, aboutie et close. Ce dernier point est d'importance car il est la garantie d'une certaine flexibilité et permet un positionnement intéressant à la confluence de plusieurs sources théoriques différentes (théorie basée sur les ressources, théorie de la décision, cycle de vie organisationnel, apprentissage organisationnel, sociologie, politique...). En faisant le choix du cadre de la théorie partenariale instrumentale de Jones (1995), les chapitres suivants présentent le développement des hypothèses de recherche et des modèles empiriques utilisés pour évaluer l'incidence d'une orientation sociale sur la structure de gouvernance et la performance financière de la firme.

3 LES HYPOTHÈSES

Tout au long du développement des hypothèses, les termes orientation partenariale et performance sociale seront utilisés comme synonymes. En effet, Clarkson (1995) indique qu'un problème fondamental dans le champ de recherche sur l'éthique en affaires réside dans le fait qu'il n'y ait pas de définitions de la performance sociale de la firme (CSP), de la responsabilité sociale de la firme et de la réactivité sociale de la firme qui soient de nature à fournir un cadre conceptuel ou un modèle pour la collecte, l'organisation et l'analyse systématiques de données relatives à ces importants concepts. Clarkson (1995) propose que la performance sociale est mieux analysée et évaluée en utilisant un cadre basé sur la capacité de la firme à gérer ses relations avec les stakeholders plutôt que d'utiliser des modèles et méthodologies basés sur des concepts relatifs à la responsabilité sociale ou à la réactivité sociale. Il indique qu'il est nécessaire de faire une distinction entre les problématiques associées aux stakeholders (*stakeholders issue*) et les problématiques sociales (*social issues*) parce que les firmes et leurs managers gèrent essentiellement une trame relationnelle avec les stakeholders et non avec la société dans son ensemble ; il est donc nécessaire d'effectuer les analyses au niveau approprié : institutionnel, organisationnel ou individuel comme le soulignait Wood (1991). Par conséquent, le niveau organisationnel est celui de la firme et des ses stakeholders, et correspond au niveau approprié pour l'analyse et l'évaluation de la performance sociale CSP.

3.1. Le board : un outil de légitimation organisationnel.

D'une façon générale, plusieurs auteurs ont instrumentalisé diverses études sur le lien entre l'orientation partenariale et la représentation de l'environnement externe (directeurs externes) au niveau du conseil d'administration. Ainsi, Hillman, Keim et Luce (2001) se proposent d'examiner le lien entre la représentation des stakeholders au conseil d'administration et la performance « partenariale » (stakeholder performance) de la firme, en prolongeant les tests du lien composition du conseil d'administration/performance, mais aboutissent à des résultats non significatifs. Mitchell, Agle et Wood (1997) suggèrent que l'inclusion de stakeholders dans le conseil d'administration

revient à instituer un mécanisme formel de reconnaissance de l'importance de leur relation avec la firme. Lorsque de tels mécanismes formels sont en place, cela indique que les groupes de stakeholders représentés sont à la fois puissants et légitimes et font partie intégrante de la « coalition dominante » de la firme (Cyert et March, 1963 ; Mitchell et al., 1997). En d'autres termes, en incluant les stakeholders dans les conseils d'administration, les firmes décryptent ou « signalent » leur engagement à leur endroit de la façon la plus visible ou la plus officielle qui soit. Cela devrait, en retour, conduire à plus de légitimité pour la firme et à une amélioration substantielle de ses liens avec d'importants constituants internes et externes. De façon similaire, le management des stakeholders est considéré comme une partie importante du déploiement stratégique d'une firme. Schendel et Hofer (1979) décrivent la construction stratégique d'une firme comme étant une tentative de règlement de « nœuds » organisationnels ayant trait à des facteurs sociaux et de légitimité. Il vient donc que, par le fait que le champ de la stratégie corporative embrasse par définition un large éventail d'acteurs, en incluant les stakeholders, le conseil d'administration réhausse sa capacité à gérer les intérêts et préoccupations des différents groupes constitutifs des parties prenantes. En définitive, une représentation adéquate des stakeholders au conseil d'administration devrait conduire à une certaine forme de proactivité en ce qui concerne les revendications de ceux-ci. Wang et Dewhirst (1992) se livrent à une étude exploratoire et empirique sur les inférences que l'on pourrait tirer de la littérature sur la gouvernance et sur celle de la théorie partenariale. Ils se focalisent pour ce faire sur les dichotomies directeurs internes/externes et directeurs CEO/non CEO. Les résultats obtenus sont de la teneur qui suit : primo, l'étude révèle que les stakeholders identifiés sont en ordre d'importance, les clients et les gouvernements, les actionnaires, les employés et la société. Ceci indique clairement que les conseils d'administration ne pensent plus que les actionnaires constituent le seul groupe vis-à-vis duquel ils sont redevables. Secundo, en dépit de leur orientation partenariale confirmée, les directeurs diffèrent significativement quant à leurs approches vis-à-vis des stakeholders ; les directeurs CEOs sont plus préoccupés par des points comme la satisfaction des besoins de la clientèle et le respect des réglementations et lois entérinées par les gouvernements et moins préoccupés par les problèmes associés aux actionnaires que les directeurs non-CEOs (ce qui est conforme aux résultats obtenus par Posner et Schmidt, 1984). Tertio, les relations non significatives de cette étude, particulièrement celle concernant l'orientation actionnariale des directeurs, soulèvent plusieurs questions intéressantes. Contrairement à l'argumentaire des zéloteurs de la théorie d'agence (Fama et Jensen, 1983 ; Jensen et Meckling, 1976), l'étude n'apporte pas de confirmation d'une différence du point de vue de l'orientation actionnariale entre directeurs internes et externes. Nabil et

Angelidis (1995) s'inscrivent dans la même logique de recherche que les auteurs précédents et cherchent plus spécifiquement à investiguer le lien qui pourrait exister entre le type de directorat (externe/interne) et la propension à adopter une orientation sociale⁸. En effet, Zahra et Stanton (1988) ont trouvé une relation positive entre la proportion de directeurs externes et certaines mesures de responsabilité sociale. Cependant, lorsque la commission d'actes illégaux par la firme était utilisée comme proxy de la responsabilité sociale, Kesner et al. (1986) rapportaient que la domination par des directeurs externes ne conduisait pas à une meilleure performance sociale. De plus, ces études ne mesuraient pas directement la propension à adopter une orientation sociale (CSRO) des membres du conseil d'administration (à l'exception de l'étude de O'Neill et al. 1989). Les résultats et implications de Nabil et al. (1995) confirment qu'il existe des différences majeures entre les directeurs internes et externes tendant à suggérer que les directeurs externes améliorent significativement la propension à adopter une orientation sociale. Luoma et Goodstein (1999) adoptent une perspective de théorie institutionnelle pour évaluer empiriquement le degré de représentation des stakeholders au niveau des conseils d'administration et plus précisément le rôle joué par l'environnement institutionnel à cet effet. A la suite de Selznick (1992) et d'autres (French, Nesteruk et Risser, 1992 ; Miles, 1987), les auteurs mettent en exergue l'importance de réponses organisationnelles structurelles aux préoccupations sociales issues de la gestion des stakeholders. Par conséquent, ils avancent l'idée que si ces préoccupations sociales sont considérées comme importantes et légitimes, il est alors fort probable qu'elles soient institutionnalisées au travers de structures sociales – en particulier, au travers des conseils d'administration (Evan et Freeman, 1993 ; Freeman et Evan, 1990 ; Jones et Goldberg, 1982). Les résultats sont de nature à suggérer que les environnement légal, industriel et organisationnel : (1) ont une influence certaine sur la représentation des stakeholders dans les conseils d'administration des firmes, (2) n'ont pas (ou peu) d'influence sur la représentation de ceux-ci dans les comités clés et (3) augmentent significativement la probabilité de l'existence d'un comité de responsabilité (sociale) dans les firmes.

Stanwick et Stanwick (1998) se proposent d'élucider le lien entre la performance sociale de la firme et certains déterminants potentiels telles que la profitabilité, la philanthropie, les émissions environnementales, la représentation des femmes et minorités au conseil d'administration, la représentation des femmes et minorités à travers la firme et la rémunération du CEO. Les résultats ne permettent cependant pas de confirmer que le degré de représentation des femmes et minorités au

⁸ Ceci est une traduction libre de « corporate social responsiveness orientation (CSRO) ».

board ait une influence significative sur la performance sociale (par opposition à leur représentation à travers la firme qui s'avère significative). Une explication possible proposée par les auteurs serait que les femmes et minorités à travers la firme soient en mesure de contribuer au processus de décision des top managers ; il se pourrait également que les firmes ayant une bonne performance sociale aient, en moyenne, des femmes et minorités à des niveaux de responsabilité élevée, rendant superfétatoire leur représentation formelle au board.

Johnson et Greening (1999) trouvent pertinent d'investiguer le lien entre différents facteurs antécédents comme le type d'investisseurs institutionnels, la composition du board, la propriété (équité) du top management et des dimensions spécifiques⁹ de la performance sociale (CSP). Les résultats suggèrent les points suivants : les fonds d'investissement n'ont aucun effet direct sur les deux dimensions focales et opérationnelles du CSP ; les fonds de pension ont un impact significatif (dans le sens prévu) sur les deux dimensions du CSP ; la représentation des directeurs externes est positivement et significativement corrélée aux deux dimensions du CSP.

Notons, cependant que Molz (1995) ne trouve pas de relation significative entre la performance sociale et les boards de type pluralistique.

D'une façon plus spécifique, en utilisant les référents de la théorie instrumentale de Jones (1995), on peut raffiner les analyses précédentes et anticiper une association positive entre l'orientation partenariale et la proportion de directeurs externes au board. En effet, la confiance mutuelle et la coopération créent des liens de réseaux de nature à promouvoir la réciprocité, à réduire l'incertitude transactionnelle et à créer tout un champ d'opportunités pour l'échange de biens et de services difficilement réalisables dans un contexte strictement contractuel (Uzzi, 1996). Par conséquent, pour matérialiser et soutenir ces liens de confiance avec les stakeholders, la firme peut mettre en œuvre une stratégie de « cooptation » (Pfeffer, 1972) de façon à réaliser une représentation pertinente de ceux-ci dans les cercles décisionnels. Elle accroît par ce fait sa « flexibilité » organisationnelle et sécurise son accès à des ressources critiques. Cette technique de légitimation par la représentation a été mise en évidence par Kaplan et Minton (1994) qui montrent qu'au Japon la nomination de directeurs externes (banquiers ou corporatifs) augmente en proportion de l'intensité de la relation

⁹ Les auteurs s'accordent avec Griffin et Mahon (1997) pour penser que combiner toutes les dimensions du CSP en un seul indice est inapproprié et distinguent d'un point de vue conceptuel deux dimensions pertinentes : (1) une dimension ayant trait aux relations communauté, femmes, minorités et employés et (2) une dimension ayant trait à la qualité et à l'environnement.

d'affaire : les nominations de directeurs « banquiers » augmentent avec le volume de dettes contractées avec les banques ; les nominations de directeurs « corporatifs » augmentent avec le nombre d'actionnaires principaux et avec le nombre d'affiliation à des groupes corporatifs. En utilisant une perspective socio-cognitive, Carpenter et Westphal (2001) indiquent la pertinence du contexte socio-structurel (liens avec d'autres boards ou avec des parties externes, par exemple) pour évaluer la qualité et le niveau d'implication des directeurs dans les délibérations stratégiques du board. Ce faisant, ils prolongent les perspectives de réseaux sociaux (*social networks*) qui suggèrent que les actions individuelles sont conditionnées par l'information véhiculée au travers de relations sociales structurelles plutôt que d'être strictement le résultat de capacités délibératives individuelles et personnelles ou de normes sociales (Weick, 1995 ; Granovetter, 1992).

En définitive, les éléments ci-dessus mentionnés permettent de réaliser que l'indépendance structurelle du board et la performance sociale sont des variables qui évoluent dans le même sens. Les éléments ci-dessus mentionnés permettent de poser l'hypothèse non directionnelle suivante :

H_1 : *Ceteris paribus*, il existe une association positive entre l'orientation partenariale de la firme et la proportion de directeurs externes à son board.

3.2 La structure de propriété : un artéfact ?

Dans son argumentaire pour l'érection d'une nouvelle théorie de la firme, Zingales (2001) indique en substance que dans le contexte actuel et à venir, le fit entre les droits de propriété légale (ou fiduciaire) et les droits de contrôle n'est plus pertinent. En effet, les droits de contrôle *de jure* et *de facto* ne sont plus superposables car l'intangibilité des actifs les plus stratégiques et la montée en puissance du capital humain font que le nexus de contrats que constitue la firme n'a plus ni centre ni périphérie dans la mesure où les inputs d'une constellation de stakeholders constituent autant d'investissements critiques pour la survie de l'entité. On touche là à l'essence de la théorie partenariale qui indique en filigrane que la propriété actionnariale est une forme de propriété (formelle) dont la légitimité toute relative ne pourrait en toutes circonstances avoir préséance sur toutes les autres formes de propriété

(informelles), induites par les investissements spécifiques et non monétaires des autres parties prenantes.

On peut donc raisonnablement anticiper que dans un régime de gouvernance de type partenarial, la structure de propriété formelle soit un élément superfétatoire. En effet, dans la mesure où les processus de décision internalisent les doléances d'une palette de stakeholders, la cartographie actionnariale n'est plus l'élément décisif dans la répartition des droits de contrôle.

On pourrait utiliser et adapter l'hypothèse d'équilibre de Demsetz¹⁰ (1983, 1985, 2001) pour aboutir aux mêmes conclusions. En effet, en rapport avec la performance financière, Demsetz indique l'optimalité de toute structure de propriété (concentrée ou diffuse) dans la mesure où les mécanismes de gouvernance sont mis en œuvre par des investisseurs maximisateurs. La nature concentrée ou diffuse de la structure de propriété est selon Demsetz contingent à l'environnement de la firme et ne devrait pas avoir d'association significative avec la performance financière de celle-ci. Ainsi, la thèse de Demsetz prend le contre-pied de celle de Berle et Means (1932) qui suggère qu'une corrélation inverse existe entre le degré de diffusion de la structure de propriété et la performance financière de la firme. Pour Demsetz (2001), la professionnalisation du management et une structure de propriété diffuse apportent des avantages spécifiques susceptibles de contrebalancer les inconvénients qui leur sont inhérents ; dans cette hypothèse, il ne devrait pas y avoir de relation systématique et significative entre la structure de propriété et la performance financière. Il apparaît également que les résultats de Morck, Shleifer et Vishny (1988) qui documentent une relation non monotone entre la propriété

¹⁰ Il convient de signaler que Demsetz utilise le cadre théorique de la théorie d'agence pour motiver ses études si bien que la référence qui lui est faite est simplement pour mieux éclairer sur la transposition de la logique sous-tendant l'hypothèse d'équilibre dans le domaine de la performance sociale. En d'autres termes, ce qui est visé ici est d'emprunter à l'idée d'optimalité des mécanismes de gouvernance non pas par rapport à la performance financière (qui est celle exprimée par Demsetz, en utilisant la théorie d'agence) mais par rapport à la performance sociale (en utilisant la théorie partenariale); l'idée est donc d'emprunter à la mécanique justificative tout en utilisant des fondements théoriques différents.

managériale et la performance financière sont problématiques puisqu'ils font l'impasse sur la nature endogène de la propriété managériale par rapport à la performance financière. En effet, Cho (1998) et Loderer et Martin (1997) établissent que la propriété managériale est significativement déterminée par la performance financière et mettent ainsi en lumière le biais des études qui la considèrerait comme strictement exogène. Demsetz (2001) indique que des facteurs comme l'information privilégiée (*insider information*) et les systèmes de rémunération incitatifs (*stock options*) sont autant d'indices qui permettent d'anticiper que la performance financière de la firme affecte la structure de propriété (managériale) autant que cette dernière affecte la performance financière.

En s'inspirant de la perspective de Demsetz mais cette fois-ci en s'inscrivant dans le registre de la performance sociale et en utilisant les référents de la théorie partenariale, on peut raisonnablement anticiper que les firmes à orientation partenariale forte qui ont, par définition, une performance sociale optimale n'ont pas de structure de propriété significativement associée à cette dernière. En d'autres termes, les mécanismes de gouvernance sont mis en œuvre dans l'optique de maximiser la performance sociale si bien que dans l'état optimal des firmes à orientation partenariale forte, la structure de propriété n'est pas significative et est contingente aux rapports de force entre les différents stakeholders ; des configurations structurelles de la propriété de type diffus ou concentré sont donc toutes plausibles.

Il convient de signaler, comme le souligne Demsetz (2001), que la structure de propriété est entendue au sens large du terme et ne se limite pas à la propriété actionnariale du management. En effet, la cartographie doit être plus exhaustive car, par exemple, la propriété des cinq actionnaires principaux est beaucoup plus représentative de la capacité des actionnaires à contrôler le management que la

propriété managériale est représentative de leur capacité à ignorer les actionnaires. Ainsi, ces deux mesures sont peut être corrélées positivement mais ne sont certainement pas redondantes. Waddock et Graves (1994) établissent une relation positive et significative entre le nombre d'investisseurs institutionnels et la performance sociale de la firme et une association positive (quoique non significative) entre le pourcentage de propriété des institutionnels et la performance sociale. Coffey et Fryxell (1991) établissent une association positive et significative entre le niveau de propriété des institutionnels et la réactivité sociale de la firme mesurée par pourcentage de représentation des femmes au conseil d'administration.

Signalons qu'il convient de garder à l'esprit que le concept de propriété managériale sous entend que les composantes du management ont des intérêts inéluctablement convergents ; ce qui n'est pas forcément le cas (Demsetz, 2000).

Malgré les bémols ci-dessus mentionnés, on peut raisonnablement, en ce qui concerne spécifiquement la propriété managériale, anticiper le sens de la relation avec la performance sociale. En effet, dans le contexte qui est celui de la théorie instrumentale de Jones (1995) où les problèmes d'agence se posent avec le moins d'acuité, le recours aux rémunérations incitatives par le biais des stock options est certainement moins fréquent et moins systématique. Par conséquent, la propriété managériale est certainement moins importante pour l'univers des firmes à orientation partenariale forte. Par ailleurs, les stratégies de fixation du capital humain dans les firmes de haute technologie conduisent à une démocratisation des stock options, diluant ainsi la part actionnariale relative du management.

Plus généralement, on peut concevoir que la propriété managériale induise une focalisation sur la performance financière de la firme aux dépens des autres stakeholders (McKendall et al., 1999). De plus, en se fondant sur les concepts d'enracinement et de hubris (Shleifer et Vishny, 1989), il est possible de soupçonner qu'une propriété managériale importante conduite à une sous-estimation des risques d'une performance sociale déficiente (Hayward et Hambrick, 1997). Au final, tous les éléments qui précèdent permettent de poser l'hypothèse non directionnelle suivante :

H_2 : *Ceteris paribus*, il existe une association négative entre l'orientation partenariale de la firme et son niveau de propriété managériale.

3.3 La rémunération managériale : un équilibre raisonnable.

Conyon et Peck (1998) se livrent à une investigation empirique du lien entre certains attributs de la gouvernance des firmes (board, comité de rémunération, dualité CEO/COB) et la rémunération du top management au Royaume Uni (UK). Les résultats obtenus suggèrent que ni la proportion des directeurs externes, ni la dualité du CEO n'ont un impact significatif sur la rémunération managériale, en accord avec les conclusions de Westphal et Zajac (1995), Finkelstein et Hambrick (1989), Boyd (1994), Core et al. (1997), Daily et al. (1996), entre autres. Par contre, il existe une certaine congruence entre la rémunération managériale et la performance financière lorsque la proportion de directeurs externes est significative, conformément aux résultats de Tosi et Gomez-Mejia (1989).

Finkelstein et Hambrick (1988) indiquent que la complexité de la rémunération des CEOs ne peut être appréhendée par l'usage de modèles simplistes. Adopter une seule et unique perspective est insuffisant et peut facilement conduire à des conclusions erronées. C'est en considérant simultanément tout un ensemble de facteurs économiques, sociaux, politiques et individuels qu'une analyse féconde peut être menée et le contexte de la théorie partenariale offre fort heureusement la prise en compte d'une telle complexité. Plus spécifiquement, Finkelstein et Hambrick (1988)

précisent que les motivations des CEOs sont fondamentalement diverses et qu'en définitive le plus grand effet motivationnel découle de la valeur éminemment symbolique de la rémunération. A ce titre, il apparaît important de considérer les réactions potentielles des stakeholders car la rémunération du CEO a un effet de signal qui sera inévitablement « décrypté » par ces derniers. En prolongement de ce constat, Carr et Valinezhad (1994) indiquent la nécessité d'une rémunération « éthique » et précisent que si l'on s'accorde à penser que le rôle du CEO est d'essayer d'équilibrer les bénéfices et coûts marginaux de leurs décisions par rapport à des groupes d'intérêt variés, alors les tests empiriques basés sur les mesures de performance (de marché) comme principaux déterminants de la rémunération managériale souffrent d'un sérieux biais de spécification. La théorie contractuelle et instrumentale de Jones (1995), basée sur la confiance mutuelle et la coopération, conduit en substance aux mêmes conclusions lorsqu'elle stipule qu'une rémunération managériale excessive est la résultante d'un contrat inefficace et constitue un abus manifeste de confiance. Les récents cas de faillite de Enron et de WorldCom sont de nature à suggérer que les incitatifs basés sur la valeur actionnariale encouragent les dirigeants à négliger la performance sociale (Despeignes et Hill, 2002 ; Parker, 2002). Plus spécifiquement, en utilisant les référents de la théorie de décision (Kahnman, 1979, 1992), Sanders (2001) montre que les stocks options encouragent l'adoption de stratégies risquées en focalisant l'attention sur des gains potentiels plutôt que sur les pertes ; de telles stratégies risquées impliquent donc dans certains cas des comportements sociaux condamnables. Berman (1999) trouve une association négative entre le salaire du CEO et la « réactivité » sociale de la firme, confirmant ainsi l'argumentation de Hayward et Hambrick (1997) qui indiquent que des salaires élevés alimentent une certaine hubris managériale. Stroh et al. (1997) font le constat que les managers régis par des contrats transactionnels ont des salaires de base nettement plus élevés que les managers régis par des contrats relationnels, indiquant ainsi que la relation de confiance établie dans le second cas alimente un climat de sécurité ; cependant, lors de périodes de turbulence, les managers « relationnels » bénéficient de plus fortes augmentations salariales (en comparaison avec les managers « transactionnels ») de façon à « restaurer » cette confiance sur le long terme. McGuire et al. (2003) indiquent que les pratiques de gouvernance actuelles (et particulièrement les incitatifs en rémunération managériale) ont fort probablement une association significative avec l'évitement d'actions sociales répréhensibles plutôt qu'avec l'adoption d'une exemplaire et authentique performance sociale. En effet, Murphy (2000) et Stanwick et Stanwick (1998, 2001) documentent une relation inverse entre la rémunération du CEO et la performance (ou réputation) environnementale, suggérant ainsi que la structure de rémunération a un effet inhibiteur sur les velléités

« environnementales » ou sociales des dirigeants. En s'intéressant plus spécifiquement aux bonus, de tels paiements récompensent la réalisation de cibles de performance de court terme au détriment du potentiel de long terme de la firme (Stata et Maidique, 1980). Ainsi, le système de bonus encourage une focalisation sur les résultats du court terme même au prix d'actions socialement répréhensibles (Auperle et al., 1985 ; McGuire et al., 1988 ; McKendall et al., 1999 ; McWilliams et Siegel, 2000). En définitive, les éléments ci-dessus énumérés suggèrent l'hypothèse suivante :

H₃ : *Ceteris paribus*, il existe une association négative entre l'orientation partenariale de la firme et la contingence de la rémunération de son CEO.

3.4 La performance financière : un sous-produit inéluctable ?

Ruf et al. (2001) s'attachent à expliciter le lien qu'il pourrait y avoir entre la performance sociale de la firme et sa performance financière. De façon plus précise, l'étude tente de documenter la relation qui existerait entre une variation (positive) de la performance sociale (CSP) et les variations courantes et subséquentes de sa performance financière. Les résultats obtenus confirment qu'une amélioration du CSP a des impacts financiers positifs à la fois immédiats et différés, et sont en conformité avec le « paradoxe du coût social » de Pava et Krausz (1995). Berman et al. (1999) introduisent des considérations stratégiques et mettent en évidence un lien positif et significatif entre l'approche instrumentale et la performance financière alors que le lien entre l'approche normative et la performance financière se révèle être non significatif. Cependant, McWilliams et Siegel (2000) s'attachent à corriger la sous spécification des modèles empiriques utilisés jusque là et trouvent que le lien entre la performance sociale et la performance financière est non significatif.

La perspective sociologique de Uzzi (1996) nous donne à voir que la complexe trame sociale et relationnelle dans laquelle se trouve inscrite une firme est un déterminant fondamental et critique de sa performance économique (*network effect*) ; en effet, un tel contexte met en branle une dynamique d'apprentissage organisationnel et favorise le développement du capital humain, toutes choses qui constituent les véritables leviers de la compétitivité économique. Selon l'approche contractuelle et instrumentale de Jones (1995) une firme qui implémenterait un climat de confiance mutuelle et de coopération avec les stakeholders augmenterait l'efficacité des contrats négociés avec ceux-ci et

éviterait toute une série de coûts transactionnels, améliorant ainsi sa compétitivité économique. En conclusion, les éléments ci-dessus évoqués permettent de poser l'hypothèse suivante :

H₄ : *Ceteris paribus*, l'orientation partenariale de la firme tend à affecter positivement sa performance financière.

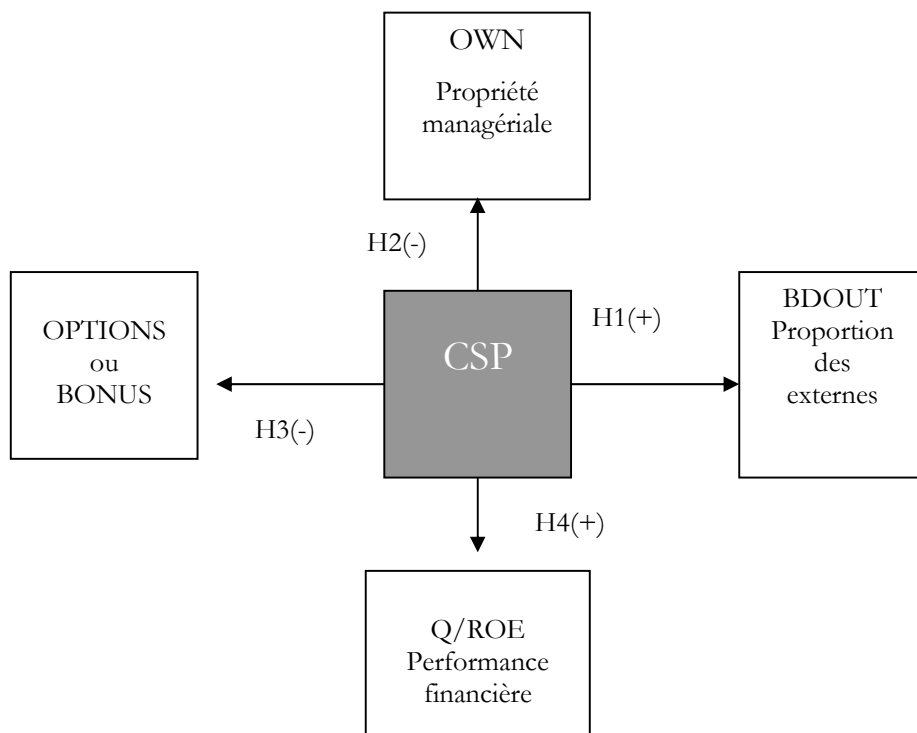


Figure 1 Les hypothèses

4 LA MÉTHODOLOGIE

4.1 Le cadre conceptuel de recherche.

Le cadre théorique pertinent est celui de la théorie instrumentale de Jones (1995) (tout au moins pour ce qui concerne les hypothèses principales). En effet, l'étude adopte la perspective que la confiance mutuelle et la collaboration sont de puissants leviers de régulation organisationnelle, qui nous éloignent de l'empire du soupçon et de la nature fondamentalement inquisitoire de la théorie d'agence.

En définitive, et comme précisé dans les sections précédentes, le mix des mécanismes de gouvernance mis en œuvre par la firme, et leur importance relative, sont fondamentalement fonction de son orientation partenariale ou actionnariale. Eu égard aux phénomènes de complémentarité/substituabilité des mécanismes de gouvernance identifiés par plusieurs auteurs (Rediker et Seth, 1995 ; Agrawal et Knoeber, 1996), cette étude esquisse une discussion sur la possibilité d'une implémentation de la perspective théorique que l'usage d'un mécanisme spécifique est co-déterminé par la présence des autres mécanismes dans la structure de gouvernance de la firme.

Signalons qu'afin de mettre en évidence l'effet modérateur de la performance sociale, la stratégie de test adoptée implique une division de l'échantillon initial de firmes en deux groupes selon le score CSP (median split) : par convention, les firmes à indice CSP inférieure à la médiane sont dites à performance sociale faible et celles à indice CSP supérieure à la médiane sont dites à performance sociale forte.

Au final, les liens mis en évidence entre les différentes variables de gouvernance identifiées permettront d'établir *in fine* un certain profil de gouvernance, contingent à l'orientation opératoire adoptée.

4.2 Les données

L'échantillon initial des 635 firmes provient de la base de données US, Kinder, Lydenberg et Domini (KLD) pour l'année 1999, une période antérieure aux récents scandales financiers ce qui permet d'éviter l'impact potentiellement confondant des régulations et législations subséquentes (comme la loi Sarbannes-Oxley, 2002). Cette base de données fournit des notations évaluatives (*ratings*) selon sept dimensions¹¹ sur la performance sociale des firmes (cf. tab. 13). Pour chaque dimension, les forces (faiblesses) donnent lieu à une note entre 0 et 2 (0 et -2) à l'exception de l'implication de la firme dans l'industrie militaire ou le nucléaire qui est exclusivement considéré comme une faiblesse. De plus, cette base de données a fait l'objet de tests de validité avec des résultats plus que probants. En effet, Schwab (1980) insiste sur l'importance de trois types de validité dans le domaine de la recherche sur les organisations : la validité nomologique (ou théorique), qui rassure sur le fondement théorique du construit ; la validité verticale, qui rassure sur la capacité d'une échelle à mesurer le construit latent ; la validité horizontale (ou prédictive) qui rassure sur le potentiel prédictif du construit (Sharfman, 1996). En rapport avec d'autres bases de données concurrentes ou alternatives, on peut également opérer des tests de validité de convergence et de validité de discrimination (Szwajkowski et Figlewicz, 1999).

De plus, cette base de données ne souffre pas de ce que l'on a convenu d'appeler le halo effect¹² car, comme précisé ci-haut, aucun critère de performance financière n'est utilisé pour établir les notations. En définitive, Wood & Jones (1995) indiquent que la base de données KLD est la meilleure qui soit (profondeur et multidimensionnalité) pour les fins de recherche sur la performance sociale, et la littérature de référence sur la responsabilité sociale des firmes s'appuie extensivement sur celle-ci.

Les autres sources de données sur le board, la rémunération du CEO, la structure de propriété et la performance financière sont les proxy statements, les rapports annuels et Compustat. Il reste entendu

¹¹ Les dimensions ou catégories sont les suivantes : (1) community relations, (2) employee relations, (3) environment, (4) military contracting, (5) nuclear power, (6) product liability, (7) women and minority issues.

¹² Le **halo effect** fait référence au phénomène de redondance (du point de vue de la performance financière) identifié pour certaines bases de données comme celle de FORTUNE, lorsqu'un critère de performance financière est inclus dans

que l'intersection entre ces différentes sources de données n'est pas parfaite et au final, un échantillon de 165 firmes sont retenues pour les analyses subséquentes.

4.3 Les variables

Comme le laissent voir les hypothèses, l'étude porte sur l'impact d'une orientation partenariale (CSP) sur les trois mécanismes internes de gouvernance que sont la composition du board (BDOUT), la rémunération incitative du CEO (OPTIONS/BONUS), la propriété managériale (OWN) et sur la performance financière (Q, ROE). Les analyses de régression transversales sont faites sur des données appartenant à l'année focale 1999 si bien que le point de mesure de ces différentes variables est appelé à varier en fonction des sources utilisées pour s'assurer de leur endogenéité temporelle (cf. fig.2). Une description de la mesure de ces variables principales est fournie ci-dessous.

4.3.1 Les variables principales (dépendantes).

4.3.1.1 L'orientation partenariale (CSP)

Mesurer la performance sociale (CSP) n'est pas une entreprise triviale. Deux approches essentielles se dégagent de la revue de littérature sur les études empiriques ayant utilisé la performance sociale comme variable dépendante ou indépendante : une approche unidimensionnelle où la performance sociale est définie par rapport à un seul référent et une approche beaucoup plus globale, où plusieurs aspects sont considérés. Dans le premier cas, on peut citer les appréciations de la performance sociale à l'aune des mesures de contrôle de pollution (Bowman & Haire, 1975; Chen & Metcalf, 1980; Folger & Nutt, 1975; Spicer, 1975); des activités criminelles corporatives (Wokutch & Spencer, 1987) et des activités philanthropiques corporatives (Galaskiewicz & Burt, 1991; Wang & Coffey, 1992). Dans le second cas, il est fait un usage extensif des enquêtes de réputation du magazine Fortune (McGuire et al., 1988; Spencer & Taylor, 1987), de données de sondages (Aupperle, 1984) ou d'analyses de contenu de documents annuels corporatifs (Wolfe, 1991).

la grille de sélection. Par exemple, l'indice DJSI (*Dow Jones Sustainable Index*) sélectionne les firmes les plus performantes du Dow Jones respectant certains critères «sociaux».

Chacune des approches précédemment citées ont apporté un éclairage significatif sur la compréhension des enjeux théoriques et des problèmes de mesures associés à la performance sociale; cependant elles ont chacune leur lot d'insuffisances.

Afin de pallier à ces problèmes méthodologiques, une base de données pertinente est celle de Kinder, Lydenberg and Domini & Co (KLD) qui compile de l'information sociale sur plus de 800 firmes publiques. Les notations KLD couvrent les dimensions suivantes de la performance sociale : relations avec la communauté, relations avec les employés, l'environnement, les contrats militaires, l'implication dans le domaine nucléaire, la qualité des produits, la représentation des minorités et des femmes. Ces dimensions focales sont en conformité avec l'idée qu'une firme sociale vise à satisfaire les doléances de tous les stakeholders (Ullmann, 1985). Boal & Perry (1985) indiquent que le management des firmes sociales s'attache à prendre des décisions stratégiques qui soient économiquement réalistes et qui affectent tous les stakeholders dans des proportions justes. Carroll (2000) énonce qu'au minimum, la performance de la firme à l'endroit d'au moins quatre ou cinq groupes de stakeholders principaux est requise pour mériter le qualificatif de (performance) « sociale ». Une définition extensive donnée par Wood (1991) stipule que la performance sociale vient de l'articulation qu'une firme fait des principes de responsabilité sociale, des processus de réactivité sociale, et des politiques, programmes et réalisations dans le champ des relations sociétales.

En définitive, la performance sociale (CSP) est un phénomène complexe mieux appréhendé par le biais d'un construit multidimensionnel. Ce qui ajoute à cette complexité, d'un point de vue empirique, tient au fait que chaque dimension a de multiples variables et répond à de multiples opérationnalisations. Ce qui précède donne une idée de la difficulté à mesurer la performance sociale; doit-on pour autant renoncer à la mesurer?

Carroll (2000) répond par la négative et indique que cette difficulté est inhérente à tout effort de développement de mesures de performance (financière, sociale ou autres) qui soient de nature à rendre compte le plus précisément possible des réalisations (outcomes) obtenues. Dans le champ de la recherche positive en sciences sociales, toute mesure est perfectible et l'important serait de s'assurer que les tests de validité de base soient satisfaits.

Pour cette étude, l'orientation partenariale sera appréciée à l'aune de la performance sociale de la firme (CSP), comme proposé par Wood (1991) et Clarkson (1995). Les notations de la base de donnée KLD serviront à la construction d'un score unique pour chaque firme; en effet, selon Ruf et al. (1993), une appréciation fiable de la performance sociale exige l'élaboration d'une mesure **agrégée**

qui incorpore à la fois une évaluation indépendante de la performance réelle et des jugements de valeur individuels des stakeholders. Ainsi, une mesure de la performance sociale CSP devrait : (1) être représentatif de la variété de facteurs qui définissent la responsabilité sociale, (2) être indépendant des caractéristiques spécifiques de l'entité, (3) être basé sur des résultats effectifs plutôt que sur des perceptions et (4) refléter les valeurs des stakeholders considérés. Ruf et al. (1998) propose une méthodologie de développement d'une mesure systématique de CSP en utilisant la méthode du processus de hiérarchie analytique (Analytic Hierarchy Process ou AHP). Cette technique de décision multi-critère permet la conversion d'une échelle multidimensionnelle en un score unidimensionnel, favorisant ainsi l'analyse et la comparaison de firmes de la même industrie ou entre industries. A partir de la structure de la base de données KLD, Ruf et al. (1998) établissent donc un schème de pondération pour les différentes dimensions, qui est celui utilisé pour cette étude, à défaut de pouvoir reproduire in extenso la méthodologie¹³. Pour l'essentiel, la grille de pondération de Ruf et al. (1998) se décline comme suit : communauté (0.1310), employés (0.1916), minorités (0.1597), environnement (0.1475), produit (0.2400), implication dans le militaire (0.0526), implication nucléaire (0.0776). Rappelons que Waddock et Graves (1994) ont obtenu de façon indépendante et parallèle les pondérations suivantes : communauté (0.1603), employés (0.1820), minorités (0.1473), environnement (0.1538), produit (0.1668), implication militaire (0.0932), implication nucléaire (0.0964).

En conclusion, les notations obtenues pour les 165 firmes sont pondérées à partir du schème de Ruf et al. (1998) pour obtenir un score CSP pour chaque firme. Pour ce faire, les notations évaluatives nécessaires proviennent de la base de données 1999 de KLD & Co; cette base de données est ajustée sur une base continue, et une évaluation finale et définitive pour une année donnée est faite à la fin de cette année.

¹³ L'importance relative des différentes dimensions a été évaluée par le biais des réponses à un questionnaire établi selon les principes AHP et envoyé 200 individus provenant de 3 groupes de stakeholders (officiers d'affaires publiques, CEOs d'OSBL, comptables en management) et sélectionnés de façon aléatoire. Ces réponses ont servi à construire des matrices de comparaisons pairwise. Les valeurs propres (eigen values) de la matrice et les vecteurs propres normalisés (normalized eigen-vectors) ont été calculé pour chaque répondant en utilisant IMSL (1989). La valeur du vecteur propre normalisé associé à une dimension sociale spécifique représente l'importance relative de cette dimension telle que perçue par ce répondant. Les pondérations pour les moyennes des importances relatives de chaque dimension sont alors agrégées.

4.3.1.2 La composition du board (BDOUT)

La vigilance et l'efficacité du board sont appréciées par la proportion (ou pourcentage) de directeurs externes indépendants. La littérature sur le sujet convient de classer un directeur comme interne s'il est présentement employé par la firme, comme externe affilié s'il est impliqué dans une relation d'affaire substantielle avec la firme ou a une relation de parenté avec un interne et indépendant externe s'il n'est ni l'un ni l'autre (Daily, 1995 ; Gales et Kesner, 1994 ; Gibbs, 1993 ; Kaplan et Minton, 1994 ; Kosnik, 1987 ; Pfeffer, 1972 ; Wade, O'Reilly et Chandratat, 1990). Ces éléments d'information proviennent des proxy statements 1998, qui font référence aux détails pertinents sur la composition effective du board pour l'année financière 1999.

4.3.1.3 La rémunération incitative du CEO (OPTIONS/BONUS)

La rémunération managériale comprend essentiellement trois composantes : fixe, incitatifs de court terme et incitatifs de long terme. On peut convenir avec Singh et Agarwal (2002) que les déterminants de chaque composante sont différents et il apparaît beaucoup plus logique de les mesurer séparément.

La rémunération en bonus du CEO (BONUS) consiste au pourcentage du bonus par rapport à la rémunération annuelle¹⁴ totale en numéraire (ou équivalent) payé pour l'année fiscale 1999. Cette variable mesure donc la contingence de la rémunération (en numéraire) de court terme. Pour la rémunération de long terme, les options sont évaluées à 25% de leur prix d'exercice à l'octroi (André et Schiehl, 2003 ; Lambert et al. 1993 ; Core et al. 1999). La variable OPTIONS correspond au pourcentage des options par rapport à la rémunération annuelle totale. Cette variable permet d'apprécier la contingence de la rémunération de long terme.

Tous les éléments d'information pertinents proviennent des proxy statements 1999, à la rubrique de la rémunération managériale.

¹⁴ Cette catégorisation correspond à celle utilisée dans les proxy statements et comprend le salaire, les bonus et autres. La variable BONUS correspond donc au rapport entre le montant en bonus et la somme des trois éléments cités.

4.3.1.4 La propriété managériale (OWN)

La propriété managériale correspond au pourcentage d'actions que détiennent les directeurs et le management en tant que groupe (Demsetz, 2001) pendant l'année fiscale 1999. Cet élément d'information est fourni par le proxy statement 1998.

4.3.1.5 La performance financière (Q, ROE)

La performance financière de la firme est calculée par le Q de Tobin et sera opérationnalisée par le rapport entre la valeur marchande et la valeur comptable des actifs, à défaut d'avoir tous les indices sur leur valeur de remplacement (Bohren et Odegaard, 2001). Demsetz (2001) indique que la mesure de la performance financière de la firme n'est pas triviale et que le Q de Tobin, comme tous les autres ratios de profitabilité, souffre de la présence d'artéfacts¹⁵ comptables. Par conséquent, une mesure alternative utilisée pour les analyses de sensibilité est le ratio ROE qui est probablement la mesure de profitabilité la plus utilisée (Hawkins, 1998) et du plus grand intérêt pour les actionnaires (Berstein et Wild, 1998). Ainsi, il sera possible de tester la robustesse des analyses à des mesures alternatives de la performance (Bohren et Odegaard, 2001). Les éléments d'informations pertinents proviennent de la base de données Compustat (1999).

4.3.2 Les variables instrumentales (exogènes).

Une série de neuf variables prédéterminées serviront de set de variables instrumentales pour les analyses de l'étude. Les variables BDSIZE, DEBT et SIZE ont été utilisées par Barnhart et Rosenstein (1998) ; BDSIZE est le nombre de directeurs et sert de mesure pour la cohésion du

¹⁵ Demsetz (2001) : The numerator of Q, being the market value of the firm, partly reflects the value investors assign to a firm's intangible assets, yet the denominator of Q, the estimated replacement cost of the firm's tangible assets, does not include investments the firm has made in intangible assets.

board (Yermack, 1996) ; DEBT est le ratio de la dette sur l'actif total et contrôle pour l'effet de levier financier ; SIZE contrôle pour la taille de la firme et s'exprime comme le logarithme de la somme de la valeur marchande de l'équité et de la valeur comptable de la dette (Borhen et Odegaard, 2001). Pour mieux rendre compte de la structure de propriété comme suggéré par Demsetz (2001), les variables PSLO et MMTM sont ajoutés à la spécification ; PSLO indique le pourcentage de propriété actionnariale détenue par l'actionnaire principal externe et permet une certaine appréciation de la concentration de l'actionnariat (Rediker et Seth, 1995). MMTM indique le potentiel de monitoring du top management et s'exprime par la différence entre l'unité et le pourcentage de propriété actionnariale du top management, i.e., directeurs et managers (Rediker et Seth, 1995). Les variables INV et LIQ représentent respectivement les dépenses d'investissement et la liquidité financière de la firme (Cho, 1998). Les variables VOLAT qui mesure l'écart type des bénéfices annuels sur les trois ou six années précédentes déflaté par l'actif total et RISK qui correspond aux coefficients alpha ou bêta de la firme sont des variables de risque (Hermalin et Weisbach, 1988).

Toutes ces neuf variables sont introduites dans le système d'équation décalées d'une période (i.e. 1998) de façon à s'assurer de leur exogenéité par rapport à l'année de référence de l'étude qui est 1999 (Barnhart et Rosenstein, 1998). De plus, afin d'apprécier la robustesse des résultats étant donné la nature essentiellement ad hoc des spécifications, toutes ces variables (à l'exception de BDSIZE et MMTM) sont définies de deux façons différentes pour donner lieu à deux spécifications concurrentes : la spécification originale (DEBT1, PSLO, VOLAT3, LIQ1, INV6, RISK2, SIZE1) dont les résultats sont présentés et une spécification alternative (DEBT3, PS3LO, VOLAT6, LIQ2, INV5, RISK1, SIZE2) qui est utilisée dans les analyses de sensibilité.

4.3.3 Les variables de contrôle (exogènes).

BOSS est une variable dichotomique décrivant le split CEO/COB : 1 dans le cas où la dualité est effective et 0 sinon (Westphal, 1998 ; Rediker et Seth, 1995). DIV est un indice de diversification mesurant le nombre de codes SIC dans lesquels la firme se trouve engagée (Hermalin et Weisbach, 1988). TNURE indique le nombre d'années de fonction du CEO (Simerly, 1995). IND est une variable construite à partir de la description du code SIC primaire de la firme, afin de contrôler pour les effets d'industrie (Mahoney et Mahoney, 1993 ; Fama, 1980 ; Collin, 1998) : 0 pour les firmes à

haute intensité de capital, 1 pour les firmes à haute intensité de savoir et 2 pour les firmes que l'on pourrait caractériser comme «hybrides» (conglomérats,...). En effet, on peut légitimement anticiper des différences en termes de performance sociale pour ces groupes : les firmes à haute intensité de capital (papeteries, aciéries...) sont lourdement investies dans des actifs tangibles, les processus décisionnels sont essentiellement centralisés et les effets de taille sont prédominants ; pour les firmes à haute intensité de savoir (biotechnologies, pharmaceutiques, informatique...), le rythme d'innovation est soutenu, les actifs intangibles sont les plus importants et les processus décisionnels sont essentiellement coopératifs. Dans ce dernier contexte, le capital humain et le capital social possèdent une valeur stratégique indéniable, qui alimentent une inclination naturelle vers une gestion de type partenariale.

La variable IND permet la construction de deux variables indicatrices (dichotomiques) avec comme groupe de référence celui des firmes à haute intensité de capital : IND11 égal à 1 pour les firmes à haute intensité de savoir et 0 sinon, et IND12 égal à 1 pour les firmes «hybrides» et 0 sinon. La variable STRAT fait référence à l'efficacité dans l'utilisation des actifs (Miles et Snow, 1978) et s'exprime comme le rapport entre les revenus et l'actif total.

En conclusion, et à titre indicatif, le schéma suivant donne une idée du point de mesure des différentes variables :

FY98	PROXY	AG	FY99	PROXY
SIZE	OWN		Q	BOSS
BDSIZE	PSLO		CSP	TNURE
DEBT	MMTM		ROE	OPTIONS
LIQ	BDOUT		DIV	BONUS
INV			IND	
RISK				
VOLAT				
STRAT				

Figure 2 Timing de la mesure des variables

FY98=année fiscale 1998 ; AG=assemblée générale des actionnaires ; PROXY=circulaire d'information. BDSIZE = le nombre de directeurs ; DEBT = effet de levier financier ; SIZE = la taille de la firme; PSLO = pourcentage de propriété de l'actionnaire principal externe; MMTM = différence entre l'unité et le pourcentage de propriété du top management; INV= dépenses d'investissement; LIQ= liquidité financière de la firme; VOLAT= écart type des bénéfices annuels sur les trois (ou six années) précédentes déflaté par l'actif total; RISK = coefficient alpha (ou bêta) de la firme; BOSS= variable dichotomique du split CEO/COB; DIV = nombre de codes SIC de la firme; TNURE= nombre d'années de fonction du CEO; IND = effets d'industrie; STRAT = efficacité dans l'utilisation des actifs; Q= Q de Tobin; ROE= rendement de l'équité; BDOUT= proportions des externes; OWN= propriété du top management; OPTIONS= proportion des options; BONUS= proportion des bonus; CSP= score de performance sociale.

4.4 Les équations

La performance financière, la propriété managériale, la composition du board, et la rémunération incitative du CEO sont chacun examinés par le biais d'analyses de régression OLS transversales, toutes les données étant collectées de façon à s'assurer de leur endogénéité par rapport à l'année 1999.

En toute rigueur, il convient de préciser que les spécifications des différentes régressions OLS sont essentiellement arbitraires en ce sens qu'elles ne pourraient pas totalement être motivées par le cadre théorique de l'étude. Cet aspect d'importance justifie l'intérêt d'une analyse de sensibilité des résultats à des spécifications alternatives (en termes de définition ou de mesure des variables).

L'équation BDOUT s'inspire essentiellement des modèles de Barnhart & Rosenstein (1998), Denis & Sarin (1999), Rediker & Seth (1995) et Hermalin & Weisbach (1988). L'équation OWN emprunte aux modèles de Barnhart & Rosenstein (1998), Cho (1998) et Denis & Sarin (1999); l'équation Q se base sur les modèles de Cho (1998), Barnhart & Rosenstein (1998), Bohren & Odegaard (2001) et Demsetz & Villalonga (2003); l'équation OPTIONS/BONUS est une déclinaison des modèles de Palia (2001), Anderson, Banker & Ravindran (2000), Singh & Agarwal (2002), Stanwick & Stanwick (2001) et Stroh, Reilly & Baumann (1997).

Les modèles¹⁶ de régression se présentent comme suit :

$$\mathbf{BDOUT}_{it} = a_0 + a_1 \mathbf{CSP}_{it} + a_2 \mathbf{OWN}_{it} + a_3 \mathbf{Q}_{it} + a_4 \mathbf{BDSIZE}_{it-1} + a_5 \mathbf{DEBT}_{it-1} + a_6 \mathbf{PSLO}_{it-1} + a_7 \mathbf{MMTM}_{it-1} + a_8 \mathbf{VOLAT}_{it-1} + a_9 \mathbf{BOSS}_i + a_{10} \mathbf{TNURE}_i + u_{1t} \quad (1)$$

$$\mathbf{OWN}_{it} = b_0 + b_1 \mathbf{CSP}_{it} + b_2 \mathbf{BDOUT}_{it} + b_3 \mathbf{Q}_{it} + b_4 \mathbf{BDSIZE}_{it-1} + b_5 \mathbf{DEBT}_{it-1} + b_6 \mathbf{PSLO}_{it-1} + b_7 \mathbf{LIQ}_{it-1} + b_8 \mathbf{TNURE}_i + b_9 \mathbf{VOLAT}_{it-1} + b_{10} \mathbf{BOSS}_i + u_{2t} \quad (2)$$

$$\mathbf{Q}_{it} = c_0 + c_1 \mathbf{CSP}_{it} + c_2 \mathbf{BDOUT}_{it} + c_3 \mathbf{OWN}_{it} + c_4 \mathbf{OPTIONS}_{it} + c_5 \mathbf{DEBT}_{it-1} + c_6 \mathbf{INV}_{it-1} + c_7 \mathbf{LIQ}_{it-1} + c_8 \mathbf{DIV}_i + c_9 \mathbf{SIZE}_{it-1} + c_{10} \mathbf{BOSS}_i + u_{3t} \quad (3)$$

$$\mathbf{OPTIONS}_{it} = d_0 + d_1 \mathbf{CSP}_{it} + d_2 \mathbf{BDOUT}_{it} + d_3 \mathbf{OWN}_{it} + d_4 \mathbf{DEBT}_{it-1} + d_5 \mathbf{SIZE}_{it-1} + d_6 \mathbf{RISK}_{it-1} + d_7 \mathbf{TNURE}_i + d_8 \mathbf{MMTM}_{it-1} + d_9 \mathbf{INV}_{it-1} + d_{10} \mathbf{DIV}_i + u_{4t} \quad (4)$$

où $\mathbf{VARIABLE}_{it}$ est la valeur de la variable pour la firme i dans l'année t ;

CSP=indice KLD de performance sociale ; BDOUT=proportion d'externes indépendants ; Q=ratio de la valeur marchande et de la valeur comptable des actifs ; BDSIZE=nombre de directeurs ; DEBT1=dette totale déflaté par l'actif total ; DEBT3=dette à long terme déflaté par la capitalisation totale ; PSLO=pourcentage de propriété supérieure à 5% de l'actionnaire principal externe ; PS3LO=pourcentage de propriété supérieure à 5% des 3 actionnaires principaux externe ; LIQ1=ratio des liquidités et des actifs à court terme ; LIQ2=ratio des ventes et du fond de roulement ; INV5=dépenses en capitalisation déflaté par l'actif total ; INV6=dépenses en R&D déflaté par l'actif total ; RISK1=coefficient alpha de la firme ; RISK2=coefficient bêta de la firme ; VOLAT3=écart type des bénéfices annuels sur les trois années précédentes déflaté par l'actif total ; VOLAT6=écart type des bénéfices annuels sur les six années précédentes déflaté par l'actif total ; MMTM=1-pourcentage de propriété des directeurs et managers ; BOSS=dualité CEO/COB ; TNURE=nombre d'années de fonction du CEO ; DIV=nombre de codes SIC caractérisant les opérations de la firme ; OWN=propriété des directeurs et des managers en tant que groupe ; BONUS=pourcentage des bonus par rapport à la rémunération en numéraire annuelle ; OPTIONS=pourcentage des options par rapport à rémunération annuelle totale ; STRAT=ratio des ventes et de l'actif total ; ROE=ratio du bénéfice net et de l'équité ; SIZE1=logarithme de la somme de la valeur marchande de l'équité et de la valeur comptable de la dette ; SIZE2=logarithme des ventes.

En guise de conclusion, ce chapitre a présenté des éléments d'information sur la méthodologie en précisant le cadre conceptuel pertinent, la nature et source des données utilisées, et le choix des

¹⁶ Il n'a pas été jugé nécessaire ou opportun d'effectuer la transformation logit des variables comprises entre (0,1) (Barnhart et Rosenstein, 1998).

variables nécessaires aux analyses subséquentes. Le prochain chapitre résume et synthétise les résultats obtenus de ces analyses quantitatives.

5 LES ANALYSES

5.1 Les statistiques descriptives et tests univariés.

Pour la totalité de l'échantillon de firmes (cf.tab 1, panel A), la variable CSP présente une distribution normale avec une moyenne (médiane) de 0.014 (0.000) et un écart type de 0.243. La firme la plus performante sur le plan social a un indice CSP de 0.777 alors que la moins performante a un indice CSP de -0.759. Ainsi, l'indice CSP présente une variabilité relativement satisfaisante comparable à l'étude de Ruf et al. (2001) où la moyenne est de -0.002. Autrement dit, l'échantillon apparaît adéquat pour les fins d'analyse faisant l'objet de la présente étude.

La variable BDOUT présente une distribution normale avec une moyenne (médiane) de 0.763 (0.800). La proportion des externes la plus faible de 20% alors que la plus forte est de 93%. Barnhart et Rosenstein (1998) et Core et al. (1999) utilisent dans leurs études sur des firmes US des proportions moindres (60.1% et 64%) alors que Agrawal et Knoeber (1996) et Rediker et Seth (1995) obtiennent des moyennes similaires à celle de la présente étude, soit 75% et 77.59% respectivement.

La variable OWN présente une distribution asymétrique avec une moyenne (médiane) de 5.143 (2.500). Ces niveaux sont relativement comparables à ceux utilisés par Barnhart et Rosenstein (1998) dont la distribution de propriété managériale présente une moyenne (médiane) de 6.44 (9.69) et de Agrawal et Knoeber (1996) qui obtiennent une moyenne (médiane) de 6.3 (1.7).

La variable BONUS présente une distribution asymétrique avec une moyenne (médiane) de 1.145 (0.960) indiquant ainsi une forte variabilité de la rémunération en numéraire dans son volet court terme. Les options suivent une distribution relativement normale avec une moyenne (médiane) de 0.499 (0.527).

La firme moyenne à un Q de 3.032 et la firme typique (médiane) à un ROE de 0.177. Ainsi, on obtient pour Q une valeur moyenne nettement plus élevée¹⁷ que celles utilisées par Cho (1998), Agrawal et Knoeber (1996), Barnhart et Rosenstein (1998) et Palia (2001) qui sont 1.23, 1.14, 1.006 et 1.22 respectivement. Il est également à remarquer que le marché est nettement haussier pour la période à l'étude (1999) et que le Q de Tobin est particulièrement sensible aux phénomènes de spéculation inhérents à une telle situation; d'où l'intérêt d'une seconde mesure de performance financière comme le ROE.

En faisant référence spécifiquement aux statistiques descriptives des deux sous-échantillons (cf. tabl panel B et C), il ne semble pas y avoir de différence entre les firmes à performance sociale forte et celles à performance sociale faible pour la proportion des externes indépendants car la moyenne (médiane) pour les premières est de 0.761 (0.790) et pour les secondes de 0.789 (0.82). De la même façon, on peut remarquer que les ordres de grandeur pour les variables OPTIONS et BONUS sont également similaires d'un échantillon à un autre. A ce stade préliminaire, il semble y avoir une différence entre les échantillons au regard de la propriété managériale au profit des firmes sociales (moyenne de 5.398 vs 3.568), de la performance financière ROE (moyenne de 0.206 vs 0.127) et de la performance financière Q (moyenne de 3.680 vs 1.692). Ajoutons que pour ces trois dimensions, la variabilité semble plus grande pour les firmes sociales que les autres, comme l'attestent les écart-types.

En toute rigueur, ces tendances préliminaires (surprenantes sur certains points) doivent faire l'objet d'une validation à l'aide d'outils statistiques adéquats et les prochains paragraphes portent sur cet aspect.

Un premier angle d'analyse consiste à tester la différence des moyennes des principales variables pour les deux sous-échantillons. Le tableau 2 résume les résultats obtenus. Ces tests unidimensionnels sont de nature à suggérer qu'il existe une différence significative entre les deux sous-échantillons quant à la proportion des externes au board avec un avantage pour les firmes à performance sociale faible, au pourcentage de propriété managériale (en faveur des firmes à performance sociale forte) et à la performance financière Q (toujours en faveur des firmes à performance sociale forte). Par contre, il n'existe pas de différence significative pour ce qui concerne

¹⁷ Il convient cependant de se rappeler que les formules de calcul sont différentes d'une étude à l'autre. La formule utilisée dans cette étude est l'une des plus simples en s'exprimant comme le ratio de la capitalisation boursière par la

la politique de rémunération (BONUS et OPTIONS) et la performance financière ROE. Ainsi, à ce stade préliminaire d'analyse, seule l'hypothèse H4 portant sur la supériorité de la performance financière des firmes sociales semble vérifiée.

Il convient cependant de souligner que des tests unidimensionnels séquentiels ne sont pas toujours adéquats pour mettre en évidence des différences entre deux ou plusieurs groupes. Il apparaît souvent plus judicieux d'utiliser un seul test pour comparer deux groupes sur la base de plusieurs critères pris en compte simultanément. En effet, faire un seul test permet de contrôler le niveau global du test alors que la probabilité de faussement rejeter l'hypothèse nulle est plus grande lorsque l'on fait plusieurs tests séquentiels. Le test multidimensionnel tient compte des corrélations entre les variables ; il est donc possible que ce test détecte une différence entre les groupes sans que ce ne soit le cas pour les analyses unidimensionnelles et vice versa.

Les résultats du test multidimensionnel selon les variables BDOUT, OWN, BONUS, OPTIONS, Q et ROE, considérées simultanément, sont consignés dans le tableau 3 obtenu à partir des sorties du logiciel SAS¹⁸. Ainsi, on obtient confirmation d'une différence significative entre les deux sous-échantillons selon les dimensions focales à l'étude, et les analyses subséquentes permettront de préciser la teneur de cette différence en référence aux hypothèses proposées.

Un deuxième angle d'analyse à partir de la matrice de corrélation (cf. tab4 panel A) pour la totalité de l'échantillon des firmes semble ne pas accréditer l'hypothèse H1 ; en effet, le coefficient de corrélation entre les variables CSP et BDOUT est négatif (-0.033) et relativement significatif (p-value= 0.03) indiquant un rapport inverse entre la proportion des externes et la performance sociale. De la même façon, l'hypothèse H2 ne trouve pas un début de confirmation puisque le coefficient entre les variables CSP et OWN est positif (0.088) et significatif (p-value= 0.004). Quant à l'hypothèse H3, on obtient un résultat mitigé car le coefficient entre les variables BONUS et CSP est effectivement négatif (-0.058) sans cependant être significatif (p-value= 0.151) et le coefficient entre les variables OPTIONS et CSP est positif (0.021) mais non significatif (p-value= 0.885). Pour ce qui

valeur comptable des actifs (Bohren & Odegaard, 2001).

¹⁸ Il convient de signaler que lorsque l'on compare deux groupes (et pas plus), les 4 tests (Wilk's Lambda, Pillai's Trace, Hotelling-Lawley Trace et Roy's Greatest Root) sont équivalents au test T^2 qui est une généralisation multidimensionnelle du T-test.

concerne la performance financière, l'hypothèse H4 gagne en plausibilité lorsque l'on utilise le Q de Tobin (0.133, p-value= 0.003) mais pas le ROE (-0.008, p-value= 0.929).

Il semble également exister un rapport de substitution (ou complémentarité ?) entre la propriété managériale et la proportion des externes : le coefficient entre les variables OWN et BDOUT est négatif (-0.310) et significatif (p-value= 0,000) ; et la performance financière à une influence restrictive sur la proportion des externes : le coefficient entre les variables Q et BDOUT est négatif (-0.191) et significatif (p-value= 0.003).

Afin de détecter des patterns éventuellement différents, les matrices de corrélation (cf. tab4 panels B et C) pour les variables principales sont calculées pour deux sous-échantillons mutuellement exclusifs¹⁹ : le sous-échantillon des firmes à performance sociale forte (CSP > médiane = 0) et celui des firmes à performance sociale faible (CSP < médiane = 0).

Pour les deux sous-échantillons, on n'observe pas de corrélation significative entre le CSP et les autres variables principales. Par ailleurs, le rapport de complémentarité entre BDOUT et OWN est nettement plus affirmé dans l'univers des firmes à performance sociale forte que dans celui des firmes à performance sociale faible. Dans le même ordre d'idée, la corrélation entre la proportion des externes et la rémunération en bonus semble négative et significative dans le contexte d'une performance sociale forte, et positif (mais non significatif) dans celui d'une performance sociale faible. Finalement, l'association entre la propriété managériale et la rémunération en options apparaît significative pour les firmes « sociales » à la différence de celles qui ne le sont pas ; le même constat peut être fait pour l'association entre la rémunération en bonus et la performance financière Q. Et la corrélation entre le Q de Tobin et le ROE est beaucoup moins forte pour les firmes «sociales», indiquant par le fait un potentiel de croissance beaucoup plus grand, et semble négativement associé à la propriété managériale (-0.026) dans l'univers des firmes à performance sociale faible même si la significativité statistique n'est pas concluante.

¹⁹ Pour rappel, un split selon la médiane de la variable CSP qui est nulle a été effectuée pour obtenir les deux sous-échantillons à l'étude. Des 635 firmes de l'échantillon, 225 ont un indice CSP nul, 245 ont un indice CSP positif et 165 ont un indice CSP négatif. D'où l'intérêt d'une focalisation sur les deux derniers sous-échantillons pour mieux appréhender l'influence de la performance sociale.

A ce stade, il convient de préciser que de simples analyses de corrélation ne permettent pas de contrôler les effets de variables ayant un impact sur l'effet modérateur de la performance sociale. Il importe donc de valider les hypothèses émises à l'aide d'analyses permettant la prise en compte de l'influence de plusieurs autres variables explicatives. Pour ce faire, des analyses de régressions seront instrumentalisées dans les sections qui suivent.

5.2. Analyses multivariées.

5.2.1. Tests diagnostics

Une étape préliminaire a consisté à détecter les valeurs extrêmes susceptibles d'influencer l'estimation des coefficients. Ceci a été possible grâce à l'examen des nuages de points en 3D avec SAS INSIGHT et à l'analyse des résidus²⁰. Ainsi, la suppression de dix outliers²¹ a été jugée nécessaire. Les résultats des analyses subséquentes ne diffèrent pas significativement de ceux obtenus en maintenant leur présence si bien que les résultats présentés dans l'étude proviennent des analyses sur la totalité de l'échantillon des firmes (i.e. sans exclusion des outliers).

Pour chaque régression, les outils de détection d'hétéroscédasticité²² ont été implémentés et les coefficients obtenus ont été systématiquement corrigés. Il a été également fait usage des outils de détection de multicollinéarité²³, qui ont fourni des résultats négatifs. Enfin, le test de spécification de Durbin-Watson a permis pour chaque équation de se rassurer sur l'absence d'une autocorrélation problématique.

²⁰ La commande **INFLUENCE** de SHAZAM permet d'obtenir le résidu pour une observation donnée et des données sur sa position relative (HAT) et son influence sur les coefficients estimés (COVRATIO).

²¹ Il s'agit des observations 34, 44, 212, 410 et 643 pour l'estimation de l'équation de performance financière Q, des observations 244, 256 et 491 pour l'estimation de l'équation de performance financière ROE, de l'observation 367 pour l'équation BONUS, de l'observation 109 pour l'équation OWN et de l'observation 410 pour l'équation BDOUT.

²² La commande **HET** de SHAZAM permet d'obtenir les statistiques de Breusch-Pagan (B-P-G) et de Goldfeld-Quandt (G-Q). De façon supplémentaire, une variante du test de Park a été utilisée pour se prémunir des défaillances potentielles des deux premiers tests. La commande **HETCOV** permet une correction systématique pour une forme d'hétéroscédasticité inconnue.

²³ En utilisant SAS, les indices TOL (pour tolérance) des variables et les CONDITION INDEX n'ont pas permis d'identifier de collinéarité problématique.

5.2.2. Les régressions

5.2.2.1. La composition du board.

En utilisant la totalité de l'échantillon de firmes, les analyses faites à partir de la spécification originale donnent comme résultat, en ce qui concerne les variables de gouvernance, que la performance sociale semble ne pas affecter la proportion de directeurs externes, qui apparaît fortement complémentaire de la propriété managériale (cf.tab. 5).

Par contre, le coefficient négatif et significatif du Q de Tobin indique nettement qu'il y a une tendance à augmenter la proportion de directeurs externes lorsque la performance est déclinante. Les coefficients des variables de contrôle (ou instrumentales) sont tous du signe attendu et on observe notamment que la durée de fonction du CEO a un impact négatif sur cette proportion; à l'exception cependant que, de façon insolite, la dualité CEO/COB est significativement associée à une plus grande représentation des externes indépendants. Pour ce qui concerne ce point, une explication possible (plausible ?) serait que les CEO/COB ont conscience du signal négatif d'une telle dualité au plan de la gouvernance en direction des marchés et choisirait de s'accommoder d'une plus grande représentation des externes pour limiter l'amplitude d'un tel signal. En tout cas, une telle explication gagne en plausibilité lorsqu'on fait référence aux travaux de Westphal (1998) qui montrent qu'une focalisation exclusive sur la proportion des externes pour apprécier l'indépendance d'un conseil d'administration peut mener à de fausses conclusions si l'on fait l'impasse sur la véritable dynamique interpersonnelle à l'œuvre dans l'entité.

De plus, un test sur les moyennes montre que la taille du board pour les firmes à performance sociale faible est significativement plus grande que celle des firmes sociales, indiquant ainsi un possible problème de cohésion favorable à une plus grande influence du CEO.

Lorsqu'on utilise le sous-échantillon des firmes à performance sociale forte, des modifications importantes et significatives apparaissent: la performance sociale a une influence positive et significative sur la proportion des externes, la sensibilité à la présence d'actionnaires principaux est perceptible et la durée de fonction du CEO n'a aucun impact sur la composition du board.

Avec le sous-échantillon des firmes à performance sociale faible, la performance sociale perd de son pouvoir d'influence, l'endettement est assez nettement un facteur d'inclusion de directeurs externes (sous la pression des créanciers ?) et la durée de fonction du CEO a un effet inhibiteur sur la représentation des externes, indiquant ainsi la possibilité d'un «enracinement» (ou *entrenchment*) des dirigeants. De toute évidence, la relation entre la performance sociale et la proportion des externes n'est certainement pas linéaire car les tests univariés nous indiquent que la proportion d'externes est plus importante pour le sous-échantillon des firmes faiblement performantes sur le plan social.

On peut cependant constater que la spécification ne permet pas de bien ajuster les données pour ce sous-échantillon car la statistique F indique qu'une nullité conjointe de tous les coefficients n'est pas exclue et le R^2 ajusté devient négatif.

Au final, on peut donc estimer que l'hypothèse H1 est partiellement vérifiée : une orientation partenariale **forte** est un déterminant positif et significatif de la représentation de directeurs externes au board. Il y a donc probablement un effet de seuil qui fait qu'une orientation partenariale faible n'induit pas de relation de cause à effet significative avec la composition du board.

5.2.2.2. La propriété managériale

Les analyses obtenues avec la totalité de l'échantillon des firmes confirment sans équivoque la tendance lourde d'une forte complémentarité entre la propriété managériale et la proportion des externes (cf.tab.6). La performance sociale ne semble cependant pas avoir d'influence significative. En ce qui concerne les variables de contrôle, la taille du board et la liquidité financière ont tendance à réduire le niveau de propriété managériale alors que la durée de fonction du CEO a un effet contraire.

En se restreignant au sous-échantillon des firmes à performance sociale forte, le rapport de complémentarité entre la propriété managériale et la proportion des externes est maintenu et la volatilité des bénéfices a une incidence positive importante (en jugeant par la magnitude du coefficient) sur le niveau de propriété managériale. La performance sociale reste cependant toujours non significative.

Dans l'univers des firmes à performance sociale faible, le lien entre la propriété managériale et la performance sociale est nettement mis en évidence puisque le coefficient de CSP est positif et significatif. La liquidité semble également restreindre le niveau de propriété managériale.

On doit cependant noter que la statistique F n'est plus significative et l'on observe une chute substantielle du pouvoir explicatif de la spécification (R^2 ajusté égale à 0.043).

Au total, il vient que l'hypothèse H2 n'est pas vérifiée (et est même infirmée si l'on accorde du crédit aux résultats du sous-échantillon des firmes à performance sociale faible).

5.2.2.3. La rémunération incitative managériale

La composante de la rémunération incitative managériale analysée est celle de la proportion des options par rapport à la rémunération annuelle totale.

Les résultats basés sur la totalité de l'échantillon des firmes donnent à voir que les déterminants significatifs sont la proportion des externes et la taille et ce, dans le sens positif. La performance sociale n'a apparemment aucune influence et le coefficient est négatif, sans toutefois être significatif (cf. tab.7).

Dans l'univers des firmes à performance sociale forte, la proportion des externes a un effet positif et significatif alors que l'effet de levier a plutôt tendance à réduire le niveau des options. La performance sociale demeure sans influence significative et les effets de taille sont marginalement significatifs.

Signalons cependant que dans ce contexte précis, la régression dans son ensemble n'est pas significative puisque la statistique F a une p-value de 0.35 et le coefficient de détermination ajusté s'établit à 0.022.

Dans le cas des firmes à performance sociale faible, l'impact positif de la proportion des externes se trouve confirmé en jugeant par la significativité du coefficient de BDOU^T ; les effets de taille

apparaissent déterminants et la durée de fonction du CEO devient un critère significatif, suggérant ainsi un possible enracinement.

La spécification semble cette fois-ci significativement ajuster les données et le R^2 ajusté atteint jusqu'à 0.152.

Ainsi, les analyses mettent en lumière des dynamiques différentes entre les firmes performantes sur le plan social et celles qui le sont moins. Cependant, les anticipations en terme d'impact de l'orientation sociale (ou partenariale) ne sont pas confirmées, suggérant ainsi que les politiques de rémunération des firmes de l'échantillon ne participent pas à leur caractère distinctif au plan de la performance sociale. Autrement dit, les schèmes de rémunération du CEO des firmes de l'échantillon obéissent apparemment aux mêmes fondamentaux que toutes les autres et ceci tient certainement aux lois du marché particulier des dirigeants.

Incidentement, on peut noter que la proportion des externes se révèle avoir une influence (positive) certaine sur le niveau des options ; on observe également que les coefficients de la variable de propriété managériale sont tous essentiellement négatifs mais restent statistiquement non significatifs, ce qui pourrait être expliqué par le caractère fortement complémentaire des variables OWN et BDOUT.

Au final, on peut convenir que l'hypothèse H3 n'est pas vérifiée et énoncer que l'orientation partenariale est une qualité maintenue en dépit de la structure de rémunération du CEO. Cela permet d'apprécier la résilience et la proactivité des dirigeants des firmes sociales alors qu'ils sont corsetés dans un système de rémunération dont tous les signes probants indiquent qu'il imprime une focalisation excessive sur le court terme.

5.2.2.4. La performance financière

En utilisant la totalité de l'échantillon des firmes, les résultats significatifs sont notamment ceux de la performance sociale (effet positif), de la propriété managériale (effet positif) et de la rémunération en options (effet positif) (cf.tab.8). De plus, la spécification originale révèle un effet restrictif de

L'endettement, une influence positive non équivoque de la taille et de la disponibilité de liquidité, et un impact négatif de la diversification.

Déjà à ce stade, l'effet catalyseur de la performance sociale est mis en évidence et le paradoxe du coût social (Krausz, 1995) trouve matière à confirmation. En effet, l'influence positive de la performance sociale est manifestement une indication que les firmes qui investissent dans le social ne le font pas à fonds perdus.

Pour l'univers des firmes à performance sociale forte, les tendances mises au jour sont pratiquement identiques à celles décrites plus haut au détail près que la performance sociale semble avoir une incidence négative : le coefficient du CSP est négatif et significatif. L'impact négatif de la performance sociale est assez intrigant et laisse soupçonner une possible influence curvilinéaire ; pour expliciter une telle possibilité, des analyses de régression avec des spécifications quadratiques donnent les résultats du tableau 9. En revenant à la totalité de l'échantillon des firmes les coefficients obtenus sont significatifs et du signe attendu et confirment un phénomène de curvilinéarité avec rendements décroissants. En revanche, ce même phénomène n'est pas détectable pour ce qui concerne l'influence de la propriété managériale.

Ainsi, lorsqu'on applique la spécification quadratique à l'univers des firmes à performance sociale forte, les coefficients du CSP restent négatifs mais ne sont plus significatifs. De toute évidence, les firmes à performance sociale forte de l'échantillon sont encore dans la zone optimum et ne sont donc pas sur le versant décroissant de la courbe de performance.

En utilisant le sous-échantillon des firmes à performance sociale faible, le pattern émergent laisse voir que l'incidence de la performance sociale est indubitablement positive (le coefficient du CSP est relativement important en magnitude et très significatifs) et l'influence de la propriété managériale n'est plus perceptible. En appliquant la spécification quadratique, les coefficients du CSP restent significatifs, même pour le carré de l'indice CSP (CSP²). De plus un fait nouveau et d'importance est l'apparition d'un phénomène de curvilinéarité pour la variable de propriété managériale de type rendement décroissant : le coefficient de OWN est positif et significatif alors que le coefficient de OWN² (carré de la propriété managériale) est négatif et significatif. Ainsi, les firmes à performance sociale faible ont des niveaux de propriété managériale conduisant subrepticement à la pathologie du possible «enracinement». Ceci donne à voir que la performance sociale ou l'orientation partenariale

est un élément catalyseur qui raffermi les mécanismes de gouvernance de la firme, au profit de toute la constellation des stakeholders sans exclusive.

Incidentement, on remarque que les coefficients de BDOUT sont majoritairement négatifs mais non significatifs et que la rémunération incitative des options tend à affecter positivement la performance financière.

Au final, il est possible de conclure que l'hypothèse H4 est vérifiée : l'orientation partenariale (ou sociale) de la firme l'inscrit dans un cercle vertueux de performance en améliorant ses fondamentaux sur le long terme.

5.2.3. Les analyses de sensibilité.

Comme annoncé précédemment, l'intérêt d'une analyse de sensibilité tient à la nature essentiellement ad hoc des spécifications utilisées pour les régressions et permet de juger de la robustesse des résultats obtenus. Les différences ou faits les plus notables sont énumérées dans les paragraphes qui suivent.

Ainsi, pour ce qui concerne la proportion des externes au board BDOUT, lorsqu'on utilise le ROE comme mesure de performance financière à la place du Q, on observe un effet positif et significatif suggérant une évolution en phase entre la performance financière et la proportion de directeurs externes. On peut noter, à ce sujet, que André et Schiehl (2003) rappellent le fait que le Q de Tobin reflète mieux la qualité de la structure de gouvernance de la firme en comparaison avec les ratios comptables, en raison de son contenu en anticipations sur la création de valeur. Cet aspect fondamental semble donc induire un pattern différent de celui d'une mesure de performance comptable comme le ROE, en ce qui a trait à l'impact sur la composition du board, tout au moins pour l'échantillon à l'étude.

En incluant les variables dichotomiques de contrôle pour les effets d'industrie, et ce pour les deux spécifications (originale et alternative), les résultats ne sont pas affectés et celles-ci ne sont pas significatives. En d'autres termes, les effets d'industrie ne semblent pas influencer la proportion des externes au board.

Pour ce qui concerne la propriété managériale OWN, lorsque la performance financière est mesurée par le ROE, la spécification originale indique une influence positive et significative qui ne survit cependant pas à un changement de spécification et des effets d'industrie apparaissent pour les firmes à performance sociale forte : les firmes à haute intensité de savoir et les firmes hybrides semblent présenter des niveaux de propriété managériale moindres par rapport au groupe de base des firmes à haute intensité de capital.

Pour ce qui concerne la rémunération incitative, des effets d'industrie sont perceptibles et vont dans le sens de suggérer que les firmes à haute intensité de savoir et les firmes hybrides en font un usage plus important que les firmes à haute intensité de capital. En remplaçant les options par les bonus, les seules variables significatives sont la taille et le risque, toutes dans le sens positif et la performance sociale reste sans influence. On obtient ainsi la confirmation que la dichotomie court terme/long terme est pertinente lorsqu'on s'intéresse aux déterminants de la rémunération incitative.

Pour ce qui concerne la performance financière, l'inclusion des variables d'industrie permet de noter la tendance non équivoque d'un avantage des firmes à haute intensité de savoir sur les autres, confirmant ainsi l'importance cruciale et indéniable du capital humain et du capital social (Zingales, 2000). Les formes d'organisation et les modes de régulation qui font l'impasse sur ces aspects critiques s'exposent donc à des périls certains. Signalons cependant qu'en toute rigueur, le contexte particulier du marché haussier de la fin des années 90 oblige d'envisager une réplique confirmatoire dans une période plus stable.

Lorsque la performance financière est mesurée à l'aide du ROE, seuls les effets de taille sont manifestes et la spécification alternative perd substantiellement de son pouvoir explicatif. Ceci permet de réaliser que les effets de la performance sociale se déclinent sur le long terme et s'accommodent mal d'un rapprochement avec des indicateurs (comptables) de court terme comme le ROE ; le temps de l'éthique est un temps long et la performance sociale peut être vue comme ni plus ni moins qu'un investissement, aux ramifications stratégiques nettement plus affirmées que pour tout autre investissement.

Précisons également que l'essentiel des résultats obtenus est robuste au changement, dans les spécifications, de la rémunération incitative des options par les bonus.

5.2.4. L'approche système : robustesse à l'endogénéité des mécanismes.

Les analyses précédentes ont été faites en silo, i.e. sans tenir compte des éventuelles interrelations entre les différentes variables de gouvernance. Dans l'hypothèse où ces interrelations existent, l'endogénéité entre les variables qui en résulte fait que les coefficients estimés par OLS sont biaisés et inconsistants. En toute rigueur, on devrait donc appréhender les mécanismes au travers d'un système d'équations en adoptant la perspective que ceux-ci sont co-déterminés. Les travaux de Cho (1998), Martin et Loderer (1997), Seth (1995), Agrawal et Knoeber (1996) vont dans le sens de suggérer l'intérêt d'une telle démarche. A toutes fins utiles, on peut donc proposer le système d'équations suivant, qui reprend les équations précédentes et en adjoignant une cinquième équation explicitant la variable de performance sociale CSP :

$$\mathbf{BDOUT}_{it} = a_0 + a_1 \mathbf{CSP}_{it} + a_2 \mathbf{OWN}_{it} + a_3 \mathbf{Q}_{it} + a_4 \mathbf{BDSIZE}_{it-1} + a_5 \mathbf{DEBT}_{it-1} + a_6 \mathbf{PSLO}_{it-1} + a_7 \mathbf{MMTM}_{it-1} + a_8 \mathbf{VOLAT}_{it-1} + a_9 \mathbf{BOSS}_i + a_{10} \mathbf{TNURE}_i + u_{1t} \quad (1)$$

$$\mathbf{OWN}_{it} = b_0 + b_1 \mathbf{CSP}_{it} + b_2 \mathbf{BDOUT}_{it} + b_3 \mathbf{Q}_{it} + b_4 \mathbf{BDSIZE}_{it-1} + b_5 \mathbf{DEBT}_{it-1} + b_6 \mathbf{PSLO}_{it-1} + b_7 \mathbf{LIQ}_{it-1} + b_8 \mathbf{TNURE}_i + b_9 \mathbf{VOLAT}_{it-1} + b_{10} \mathbf{BOSS}_i + u_{2t} \quad (2)$$

$$\mathbf{Q}_{it} = c_0 + c_1 \mathbf{CSP}_{it} + c_2 \mathbf{BDOUT}_{it} + c_3 \mathbf{OWN}_{it} + c_4 \mathbf{OPTIONS}_{it} + c_5 \mathbf{DEBT}_{it-1} + c_6 \mathbf{INV}_{it-1} + c_7 \mathbf{LIQ}_{it-1} + c_8 \mathbf{DIV}_i + c_9 \mathbf{SIZE}_{it-1} + c_{10} \mathbf{BOSS}_i + u_{3t} \quad (3)$$

$$\mathbf{OPTIONS}_{it} = d_0 + d_1 \mathbf{CSP}_{it} + d_2 \mathbf{BDOUT}_{it} + d_3 \mathbf{OWN}_{it} + d_4 \mathbf{DEBT}_{it-1} + d_5 \mathbf{SIZE}_{it-1} + d_6 \mathbf{RISK}_{it-1} + d_7 \mathbf{TNURE}_i + d_8 \mathbf{MMTM}_{it-1} + d_9 \mathbf{INV}_{it-1} + d_{10} \mathbf{DIV}_i + u_{4t} \quad (4)$$

$$\mathbf{CSP}_{it} = e_0 + e_1 \mathbf{BDOUT}_{it} + e_2 \mathbf{OWN}_{it} + e_3 \mathbf{Q}_{it} + e_4 \mathbf{OPTIONS}_{it} + e_5 \mathbf{RISK}_{it} + e_6 \mathbf{INV}_{it-1} + e_7 \mathbf{DEBT}_{it-1} + e_8 \mathbf{TNURE}_i + e_9 \mathbf{DIV}_i + e_{10} \mathbf{STRAT}_i + u_{5t} \quad (5)$$

CSP=indice KLD de performance sociale ; BDOUT=proportion d'externes indépendants ; Q=ratio de la valeur marchande et de la valeur comptable des actifs ;BDSIZE=nombre de directeurs ; DEBT1=dette totale déflaté par l'actif total ; DEBT3=dette à long terme déflaté par la capitalisation totale ; PSLO=pourcentage de propriété supérieure à 5% de l'actionnaire principal externe ; PS3LO=pourcentage de propriété supérieure à 5% des 3 actionnaires principaux externe ; LIQ1=ratio des liquidités et des actifs à court terme ; LIQ2=ratio des ventes et du fond de roulement ; INV5=dépenses en capitalisation déflaté par l'actif total ; INV6=dépenses en R&D déflaté par l'actif total ; RISK1=coefficient alpha de la firme ; RISK2=coefficient bêta de la firme ; VOLAT3=écart type des bénéfices annuels sur les trois années précédentes déflaté par l'actif total ; VOLAT6=écart type des bénéfices annuels sur les six années

précédentes déflaté par l'actif total ; MMTM=1-pourcentage de propriété des directeurs et managers ; BOSS=dualité CEO/COB ; TNURE=nombre d'années de fonction du CEO ; DIV=nombre de codes SIC caractérisant les opérations de la firme ; OWN=propriété des directeurs et des managers en tant que groupe ; BONUS=pourcentage des bonus par rapport à la rémunération en numéraire annuelle ; OPTIONS=pourcentage des options par rapport à rémunération annuelle totale ; STRAT=ratio des ventes et de l'actif total ; ROE=ratio du bénéfice net et de l'équité ; SIZE1=logarithme de la somme de la valeur marchande de l'équité et de la valeur comptable de la dette ; SIZE2= logarithme des ventes.

En faisant référence aux éléments de littérature sur la gouvernance, les variables que l'on peut soupçonner d'endogénéité (sans que ce ne soit strictement les seules) sont donc BDOUT, OWN, OPTIONS (ou BONUS), Q et CSP ; les variables instrumentales couvrent la période 1998 pour s'assurer de leur exogénéité par rapport à la période de référence 1999 pour les variables principales (Barnhart et Rosenstein, 1998).

Cependant, on pourrait arguer qu'une précaution importante est de s'assurer de l'endogénéité des variables en cause pour l'échantillon de firmes à l'étude (Wooldridge 1997, pg.483). Pour ce faire, il est d'usage de performer le test de spécification de Hausman pour mesurer le niveau d'endogénéité latent.

Pour l'étude, cette étape a été occulté et il a été fait le choix délibéré d'une hypothèse d'endogénéité entre les variables de gouvernance, conformément aux résultats empiriques de certains auteurs (Agrawal & Knoeber, 1996 ; Cho, 1998 ; Martin & Loderer, 1997 ; Seth, 1995) ; en effet, il est important de réaliser que les tests d'endogénéité sont un test conjoint sur (1) l'hypothèse d'endogénéité et (2) la qualité des variables instrumentales. En d'autres termes, les résultats des tests²⁴ sont fortement tributaires de la plus ou moins bonne qualité des instruments.

Les tableaux 10 et 11 résument les résultats obtenus pour chaque équation avec les analyses de régression 2SLS et 3SLS respectivement.

Il apparaît que pour l'essentiel que les coefficients perdent en significativité ; pour l'estimation 2SLS, la seule variable de gouvernance significative est le Q (de Tobin) et ce, dans le seul contexte où la proportion des externes BDOUT est la variable dépendante ; quant à l'estimation 3SLS, la variable

²⁴ A titre d'exemple, le test de Hausman permet de tester la différence existant entre les paramètres estimés selon la méthode OLS et ceux estimés selon la méthode instrumentale (2SLS ou 3SLS). En utilisant des variables instrumentales différentes, on obtiendrait obligatoirement des résultats différents.

CSP apparaît significative dans plusieurs contextes sauf que la statistique F d'une influence conjointe des variables de gouvernance n'est significative dans aucun contexte.

En l'état, ces résultats amènent à se questionner sur la validité des instruments, véritable talon d'Achille de telles méthodes d'estimation. En toute rigueur, une variable instrumentale devrait être fortement corrélée à la variable endogène en cause et ne pas influencer la variable dépendante ou les autres variables du modèle. Dans un modèle de la dimension qui nous concerne, trouver les variables instrumentales adéquates relève de la quadrature du cercle !

En effet, le tableau 12 qui résume les régressions des différentes variables endogènes (ou potentiellement endogènes) par rapport aux variables exogènes donnent à voir que BDSIZE est fortement corrélée à la fois à BDOUT et à Q ; SIZE est fortement corrélée à la fois à Q et OPTIONS ; BOSS apparaît influencer à la fois BDOUT, OWN et Q ; de plus, la statistique F de l'équation CSP ne permet pas d'exclure la nullité conjointe de tous les coefficients.

Au final, il apparaît assez nettement que la qualité des instruments n'est pas adéquate pour les fins d'une estimation système.

Bohren et Odegaard (2001) émettent à juste titre de sérieuses réserves sur, à ce stade de la recherche sur la gouvernance, les estimations de type système. En effet, selon les auteurs, les méthodologies utilisées dans la recherche empirique sur la gouvernance peuvent se résumer dans la figure 3:

(Bohren et Odegaard, 2001)

Mécanismes	Causalité	
	Unidirectionnelle	Bidirectionnelle
Exogènes	1	3
Endogènes	2	4

Figure 3 Interactions entre mécanismes de gouvernance

La quasi-totalité des travaux s'inscrit dans la cellule 1 où l'approche économétrique appréhende les mécanismes comme exogènes et où les schèmes de causalité sont unidirectionnels ; un exemple

intéressant de cette approche est donné par McConnell et Servaes (1990) qui estime le Q de Tobin à partir de la concentration de la propriété, de la propriété managériale et de la propriété des institutionnels en contrôlant pour l'effet de levier, le potentiel de croissance et la taille de la firme. Une étude que l'on pourrait inscrire dans la cellule 2 est celle de Himmelberg et al. (1999) où l'hypothèse d'une causalité de la propriété managériale vers la performance est complétée par l'effet modérateur de variables clés dans l'environnement contractuel. L'approche de la cellule 3 est quasi-impossible car on ne peut modéliser une causalité bidirectionnelle sans qu'au moins un des mécanismes ne soit endogène. L'approche de la cellule 4 est celle adoptée par des auteurs comme Agrawal et Knoeber (1996) et Cho (1998) où des systèmes d'équations simultanées sont mis en œuvre.

En principe, la plausibilité de l'endogenéité des mécanismes et les phénomènes de causalité bidirectionnelle font que les méthodologies de la cellule 4 sont nettement supérieures aux autres sur le plan de l'approche empirique. Cependant, une instrumentalisation adéquate de ces méthodologies dépend fondamentalement de la possibilité d'établir des restrictions sur le système d'équations, inspirées par les prescriptions de la théorie sur la gouvernance des firmes. Une telle théorie n'existe pas encore : la littérature sur la gouvernance ne précise pas les modalités d'interaction d'un large éventail de mécanismes, ne donne pas d'indications sur les variables exogènes susceptibles à priori d'alimenter une causalité bidirectionnelle et ne décline pas la nature de l'équilibre provenant d'un set optimal de mécanismes de gouvernance pour un set de variables exogènes données. Par conséquent, la cellule 4 n'est pas nécessairement le meilleur choix.

En clair, la question de la qualité des instruments est donc fondamentale dans une approche système et les auteurs s'interrogent sur la plausibilité des conclusions de certains travaux ayant utilisé cette méthodologie.

En conclusion, toute la difficulté de l'estimation des systèmes fait que les résultats OLS sont, dans les circonstances, les meilleurs que l'on puisse obtenir malgré les quelques réserves que l'on pourrait légitimement émettre à leur endroit.

6 CONCLUSION

6.1. Contribution de l'étude.

En utilisant deux spécifications différentes pour jauger la robustesse des résultats, l'étude a permis d'établir qu'une orientation partenariale (par opposition à une orientation actionnariale) aboutit à un régime de gouvernance bonifié. En effet, il a été établi qu'une performance sociale supérieure à la moyenne garantissait un rapport de causalité positif entre cette performance sociale et la proportion des externes indépendants au board ; et par le fait de l'existence au sein de l'entité d'un véritable polylogue²⁵ social, on peut raisonnablement convenir qu'une telle indépendance du board n'est pas seulement structurelle (Westphal, 1998) mais factuelle et authentique. On a pu effectivement noter que la durée de fonction du CEO avait une influence négative et significative dans le contexte des firmes à performance sociale faible indiquant un possible enracinement alors que cette influence n'est plus opératoire dans celui des firmes à performance sociale forte. Les récents scandales financiers ont suscité une orgie d'interventions qui prescrivaient presque invariablement une plus grande indépendance du board par la représentation d'externes, laquelle prescription est maintenant consignée dans des dispositions légales US comme celles de la loi Sarbanes-Oxley (2002). Il apparaît, avec l'étude, qu'un raccourci vers une telle possibilité consisterait tout simplement à répudier le principe unilatéraliste et réducteur de la maximisation de la valeur boursière pour embrasser celui multilatéraliste et holistique de l'optimisation de la satisfaction des stakeholders (employés, syndicats, fournisseurs, gouvernements, environnement...et bien sur actionnaires). Le stakeholderisme s'impose comme un antidote de choix contre les structures de pouvoir sclérosées et opaques.

Il a également été établi, un peu à contre-temps, que la performance sociale favorisait la propriété managériale, de façon à instiller une communauté de destin au sein des opérateurs principaux de l'entité. Cependant, et comme attendu, la propriété managériale s'inscrit dans un rapport de forte complémentarité avec la représentation des externes, lequel rapport apparaît plus affirmé dans le contexte des firmes à performance sociale forte que dans celui des firmes à performance sociale faible. Il est ainsi possible d'exploiter tout le potentiel fédératif de la propriété actionnariale tout en repoussant le seuil d'apparition de pathologies associées comme celle de l'enracinement. En

effet, les analyses ont permis de noter que le phénomène de curvilinearité négative de la propriété managériale par rapport à la performance financière n'est détectable que dans le sous-échantillon des firmes à performance sociale faible. De toute évidence, l'orientation sociale (ou partenariale) déplace le centre de gravité des décisions stratégiques du court vers le long terme et met en sourdine les réflexes spéculateurs opportunistes. La propriété actionnariale devient un acte d'engagement par excellence qui traduit la disponibilité à réaliser un projet²⁶ (collectif) sur la durée. En quelques mots, on pourrait résumer en disant que dans l'univers des firmes «sociales», propriété rime avec responsabilité.

L'étude a également permis d'établir que les firmes à orientation partenariale le sont essentiellement en dépit de leurs politiques de rémunération. Apparemment, les lois du marché des dirigeants font qu'une différenciation sur la base de la politique de rémunération entre les firmes «sociales» et celles qui le sont moins n'apparaît pas significative. De toute évidence, pour ce qui concerne la rémunération en bonus et en options, le mimétisme a force de loi et les niveaux impliqués se sont révélés très similaires pour les deux sous-échantillons à l'étude. On peut cependant légitimement soupçonner que l'emphase sur des horizons de long terme imprimée par une orientation partenariale soit de nature à mitiger les dérives potentiels d'une obsession pour des résultats immédiats.

Finalement, l'étude a permis d'établir de façon non équivoque que la performance sociale ait une influence positive sur la performance financière de la firme. En effet, ce résultat est robuste au changement de spécification et à la mesure de la performance financière (Q ou ROE), et les coefficients de détermination R^2 sont substantiels. Ce résultat va dans le sens de ceux obtenus par des auteurs comme Waddock et Graves (1997), Pava et Krausz (1995), Ruf et al. (2001) et Uzzi (1996). La turbulence des nouveaux temps fragilise les frontières entre entités (Zingales, 2000) et donne un avantage décisif aux structures organisationnelles réticulaires ou rhizomatiques. Dans ce contexte, la performance sociale (ou l'orientation partenariale) permet à la firme de rester sous tension, transformant celle-ci en un dynamique creuset social où de nombreuses capacités (humaines et matérielles) ambiantes s'actualisent et trouvent matière à synergie. En clair, performance sociale et capital social sont essentiellement synonymes et inscrivent de fait la firme

²⁵ Ce terme de polylogue est utilisé par Kakabadse et Kakabadse (2003) pour étendre la notion de dialogue entre plus de deux entités. Cf. *Polylogue as a platform for governance : integrating people, the planet, profit and posterity*

²⁶ Le terme de projet est employé à dessein pour désigner l'entité avec toute la connotation du temps long et marquer le contraste avec la terminologie consacrée d'affaires qui suggère un caractère éphémère et qui décrit assez bien le modus operandi des entités peu sociales : l'instant a préséance sur la durée.

dans un contexte où celle-ci en tant qu'entité vaut plus que la somme de ses parties. La performance sociale a donc un effet de sublimation.

Un fait notable, cependant, est celui de la curvilinearité de type rendements décroissants mis en évidence pour l'influence de la performance sociale. Autrement dit, la courbe de fonction exprimant la performance financière à partir de la performance sociale est convexe, indiquant qu'il existe un seuil au-delà duquel l'influence devient négative. Sans nier la possibilité d'un tel péril, l'idée du «cercle vertueux» de Waddock et Graves (1997) donne à voir que la performance sociale ne peut être envisagée dans un contexte de performance financière sous optimale et que la négociation sociale porte en elle les germes d'une autorégulation de type homéostatique. Répudier le principe de la maximisation de la valeur boursière n'est pas renier la nécessité d'une performance financière satisfaisante ; c'est simplement introduire une bonne dose d'équité dans la trame contractuelle que constitue la firme de façon à sécuriser sur la durée les investissements (humains et matériels) de tout un ensemble de parties prenantes. Les firmes sociales de l'échantillon à l'étude ont de toute évidence atteint un stade d'optimalité ou d'équilibre et ont manifestement su éviter le péril d'un «étouffement» social.

En définitive, l'étude est, à notre connaissance et à date, une des rares de cette envergure à investiguer l'impact d'une orientation partenariale sur la structure de gouvernance de la firme. Elle prolonge et approfondit l'étude de Molz (1995) qui investiguait l'impact de la performance sociale sur les caractéristiques du board de la firme ; elle complète l'étude de McGuire et al. (2003) qui explicitait l'incidence des rémunérations incitatives du CEO sur la performance sociale de la firme. Finalement, l'étude permet de préciser le rôle éminemment critique de l'éthique dans la gouvernance des firmes.

6.2. Limites et avenues.

Il est clair que l'étude, comme toute recherche empirique, présentent des limites qui sont autant de pistes pour la recherche future.

Les spécifications utilisées sont essentiellement ad hoc et pourraient être raffinées en s'appuyant sur des développements théoriques pertinents encore inexistant dans le champ de la recherche sur la gouvernance. De plus, pour les fins d'analyse, l'étude pose l'hypothèse implicite qu'un même modèle de régression s'applique à l'échantillon total et aux deux sous-échantillons. Ceci

n'est probablement pas le cas comme l'atteste l'instabilité du pouvoir explicatif des régressions selon les contextes (statistique F et R^2). Une approche économétrique beaucoup plus indiquée consisterait à subdiviser l'échantillon total en clusters homogènes obéissant au même modèle latent de régression (cf. clusterwise regressions, latent class mixture models) (Larcker & Richardson, 2004).

Pour ce qui concerne les variables de propriété (OWN, PSLO, PS3LO), il aurait été peut être judicieux d'identifier les firmes où le (ou les) fondateur(s) est (sont) toujours actif(s) pour voir si des dynamiques différentes sont à l'œuvre. De la même façon, on peut faire la différence entre des actionnaires principaux externes individuels et institutionnels (André et Schiehl, 2003) ; une dichotomie peut même également être faite au sein des institutionnels entre ceux résolument «activistes²⁷» et ceux qui ne le sont pas de façon à détecter un éventuel effet modérateur (McGuire et al. 2003).

Le point de coupure entre firmes à performance sociale forte et celles à performance sociale faible reste arbitraire même si plausible ; une analyse de la sensibilité des résultats à des points de coupure alternatifs demeure souhaitable. Ainsi, des points de coupure possibles sont le premier quartile ($<Q1$) pour les faibles et le troisième quartile ($>Q3$) pour les fortes.

Les résultats peu significatifs avec le ROE sont de nature à suggérer des analyses à partir des variations (change on change) plutôt qu'à partir des niveaux (level on level) des variables. Ruf et al. (2001) soulignent l'intérêt d'une telle approche eu égard à la susceptibilité de plusieurs mesures de performance financière à des phénomènes de réversion de moyenne (mean reversion) et de distribution aléatoire (random walk).

Dans le même ordre idée, les analyses de l'étude posent l'hypothèse (forte) d'une relation essentiellement linéaire entre les variables ; or les nombreux effets de composition font que la véritable relation est pratiquement inconnue et est vraisemblablement non linéaire si bien que l'utilisation de techniques d'estimation qui font l'économie d'une telle hypothèse sont souhaitables (cf. rank regressions).

Pour mieux saisir la dynamique de la performance sociale, une investigation à la fois longitudinale et transversale aurait été plus adéquate ; des données portant sur plusieurs années apparaît

²⁷ Les institutionnels activistes choisissent d'utiliser activement leur participation comme levier pour peser sur les décisions stratégiques de l'entité. Un exemple de ces institutionnels activistes serait le CALPERS (*California State Teacher's Retirement System*) ou le TIAA/CREF.

souhaitable et à ce titre, la technique du panel de données (panel data) est potentiellement beaucoup plus indiquée (Palia, 2003).

Tout le potentiel d'une technique d'estimation comme celle des équations simultanées, esquissée dans cette étude, suggère un approfondissement ; mais pour ce faire, la tâche ardue de trouver des instruments adéquats et justifiés s'impose de façon péremptoire (Bohren et Odegaard, 2001 ; Barnhart et Rosenstein, 1998 ; Palia, 2003). Un travail de fond sur l'architecture théorique dans le sens d'un raffinement permettrait certainement de sérieux progrès. De plus, une approche qui utiliserait la méthode des équations structurelles pour apprécier l'association entre les différentes dimensions du CSP et les mécanismes de gouvernance, au lieu d'utiliser un score unique CSP, donnerait éventuellement une meilleure compréhension de la dynamique d'influence (Johnson & Greening, 1999).

Pour des raisons liées à la disponibilité des données, l'étude a porté sur un échantillon de firmes publiques, i.e. cotés sur les marchés financiers. Il peut être intéressant de contraster les résultats obtenus avec la situation particulière des firmes privées ; plus spécifiquement, on pourrait établir le bilan comparatif aux plans de la performance sociale et du système de gouvernance pour une cohorte de firmes avant et après leur cotation sur les marchés financiers.

On peut également souligner que pendant les années 1999-2000, le marché US était haussier (bull market) et on a assisté à une frénésie malade pour les options et les bonus, donnant lieu à des rémunérations pour le moins exceptionnelles (voire obscènes). Ce mouvement haussier a peut être contribué à brouiller certaines lignes de différence entre les firmes sociales et les autres. Une autre période d'investigation pourrait éventuellement donner des résultats différents en ce qui concerne la politique de rémunération. De plus, il y a un intérêt certain à augmenter la taille de l'échantillon pour améliorer la puissance des tests et analyses.

On gagnerait également à répliquer l'étude dans un contexte différent de celui des marchés US (canadiens ou européens) de façon à apprécier la sensibilité de la relation performance sociale/système de gouvernance à certaines conditions initiales.

Finalement, comme pour toute étude quantitative positive, les analyses faites à partir de l'agrégat de données fait l'impasse sur le caractère intrinsèquement singulier de la situation des firmes

prises individuellement ; une démarche intéressante consisterait à implémenter des études de cas pour mieux apprécier les processus comportementaux et cognitifs (Charreaux, 2001) à l'œuvre. Ces considérations épistémologiques sont d'importance car des résultats partiels et parcellaires font malheureusement le lit des dogmes et des fondamentalismes (Stuart, 2004).

TABLEAUX ANALYTIQUES RÉCAPITULATIFS

Tableau 1 Statistiques descriptives des variables principales

Panel A: Totalité de l'échantillon des firmes

Variable	N	Moy	Médiane	Ecart	Min	Max	Q1	Q3
CSP	165	0.014	0.000	0.243	-0.759	0.777	-0.093	0.159
BDOUT	165	0.763	0.800	0.119	0.200	0.930	0.700	0.830
OWN	165	5.143	2.500	7.335	0.000	46.200	1.500	4.800
BONUS	165	1.145	0.960	0.936	0.000	5.96	0.530	1.620
Q	165	3.032	1.688	4.423	0.139	15.431	0.718	3.418
OPTIONS	165	0.499	0.527	0.262	0.000	0.981	0.336	0.669
ROE	165	0.177	0.173	0.402	-2.507	3.081	0.099	0.257

Panel B: Firmes à performance sociale forte

Variable	N	Moy	Médiane	Ecart	Min	Max	Q1	Q3
CSP	64	0.237	0.159	0.159	0.012	0.777	0.159	0.295
BDOUT	64	0.761	0.790	0.097	0.540	0.920	0.695	0.850
OWN	64	5.398	2.400	7.869	0.180	46.200	1.225	5.720
BONUS	64	1.250	1.090	1.018	0.000	4.940	0.560	1.625
Q	64	3.680	2.618	5.219	0.178	15.431	1.076	4.633
OPTIONS	64	0.504	0.558	0.258	0.000	0.955	0.324	0.665
ROE	64	0.206	0.189	0.512	-2.127	3.081	0.085	0.339

Panel C: Firmes à performance sociale faible

Variable	N	Moy	Médiane	Ecart	Min	Max	Q1	Q3
CSP	50	-0.257	-0.240	0.156	-0.759	-0.032	-0.320	-0.148
BDOUT	50	0.789	0.820	0.092	0.500	0.930	0.730	0.850
OWN	50	3.568	1.875	6.317	0.000	35.100	1.180	2.850
BONUS	50	1.120	0.925	0.999	0.000	5.960	0.470	1.680
Q	50	1.692	0.915	3.276	0.139	7.429	0.436	1.758
OPTIONS	50	0.493	0.504	0.237	0.000	0.886	0.389	0.636
ROE	50	0.127	0.168	0.417	-2.507	0.868	0.095	0.233

***, **, * dénote une significativité statistique au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

BDOUT=proportion d'externes indépendants ; BDSIZE=nombre de directeurs ; BONUS=pourcentage des bonus par rapport à la rémunération en numéraire annuelle ; CSP=indice KLD de performance sociale ; DEBT1=dette totale déflaté par l'actif total ; DEBT3=dette à long terme déflaté par la capitalisation totale ; DIV=nombre de codes SIC caractérisant les opérations de la firme ; INV5=dépenses en capitalisation déflaté par l'actif total ; IND11=variable dichotomique des firmes à haute intensité de savoir ; IND12=variable dichotomique des firmes hybrides ; INV6=dépenses en RetD déflaté par l'actif total ; LIQ1=ratio des liquidités et des actifs à court terme ; LIQ2=ratio des ventes et du fond de roulement ; MMTM=1-pourcentage de propriété des directeurs et managers ; OPTIONS=pourcentage des options par rapport à rémunération annuelle totale ; OWN=propriété des directeurs et des managers en tant que groupe ; PSLO=pourcentage de propriété supérieure à 5% de l'actionnaire principal externe ; PS3LO=pourcentage de propriété supérieure à 5% des 3 actionnaires principaux externe ; Q=ratio de la valeur marchande et de la valeur comptable des actifs ; RISK1=coefficient alpha de la firme ; RISK2=coefficient beta de la firme ; ROE=ratio du bénéfice net et de l'équité ; SIZE1= logarithme de la somme de la valeur marchande de l'équité et de la valeur comptable de la dette ; SIZE2= logarithme des ventes ; STRAT=ratio des ventes et de l'actif total ; TNURE=nombre d'années de fonction du CEO ; VOLAT3=écart type des bénéfices annuels sur les trois années précédentes déflaté par l'actif total ; VOLAT6=écart type des bénéfices annuels sur les six années précédentes déflaté par l'actif total

Tableau 2 Tests de la différence des moyennes pour les variables principales

Variable	Moy.G0	Ecart type	Moy.G1	Ecart type	t -value	p- value	Méthode
BDOUT	0.789	0.092	0.761	0.097	1.79	0.072	Satterthwaite
OWN	3.568	6.317	5.398	7.869	-1.98	0.051	Satterthwaite
BONUS	1.120	0.999	1.250	1.018	-0.68	0.496	Satterthwaite
Q	1.692	3.276	3.680	5.219	-2.480	0.015	Satterthwaite
OPTIONS	0.493	0.237	0.504	0.258	-0.23	0.818	Pooled
ROE	0.127	0.417	0.206	0.512	-0.91	0.364	Satterthwaite

Tableau 3 Tests MANOVA sur une différence de groupe

Statistique	Valeur	F-value	p-value
Wilks' Lambda	0.933	2.28	0.057
Pillai's Trace	0.067	2.28	0.057
Hotelling-Lawley Trace	0.072	2.28	0.057
Roy's Greatest Root	0.072	2.28	0.057

***, **, * dénote une significativité statistique au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

G0= groupe des firmes à performance sociale faible. G1= groupe des firmes à performance sociale forte. BDOUT=proportion d'externes indépendants ; BDSIZE=nombre de directeurs ; BONUS=pourcentage des bonus par rapport à la rémunération en numéraire annuelle ; CSP=indice KLD de performance sociale ; DEBT1=dette totale déflaté par l'actif total ; DEBT3=dette à long terme déflaté par la capitalisation totale ; DIV=nombre de codes SIC caractérisant les opérations de la firme ; INV5=dépenses en capitalisation déflaté par l'actif total ; IND11=variable dichotomique des firmes à haute intensité de savoir ; IND12=variable dichotomique des firmes hybrides ; INV6=dépenses en RetD déflaté par l'actif total ; LIQ1=ratio des liquidités et des actifs à court terme ; LIQ2=ratio des ventes et du fond de roulement ; MMTM=1-pourcentage de propriété des directeurs et managers ; OPTIONS=pourcentage des options par rapport à rémunération annuelle totale ; OWN=propriété des directeurs et des managers en tant que groupe ; PSLO=pourcentage de propriété supérieure à 5% de l'actionnaire principal externe ; PS3LO=pourcentage de propriété supérieure à 5% des 3 actionnaires principaux externe ; Q=ratio de la valeur marchande et de la valeur comptable des actifs ; RISK1=coefficient alpha de la firme ; RISK2=coefficient beta de la firme ; ROE=ratio du bénéfice net et de l'équité ; SIZE1= logarithme de la somme de la valeur marchande de l'équité et de la valeur comptable de la dette ; SIZE2= logarithme des ventes ; STRAT=ratio des ventes et de l'actif total ; TNURE=nombre d'années de fonction du CEO ; VOLAT3=écart type des bénéfices annuels sur les trois années précédentes déflaté par l'actif total ; VOLAT6=écart type des bénéfices annuels sur les six années précédentes déflaté par l'actif total

Tableau 4. Matrices de corrélation pour les variables principales

Panel A: Totalité de l'échantillon des firmes

	CSP	BDOUT	OWN	BONUS	Q	OPTIONS
BDOUT	-0.033**					
OWN	0.088***	-0.310***				
BONUS	-0.058	-0.026	0.021			
Q	0.133***	-0.191***	0.099	0.182**		
OPTIONS	0.021	0.161**	-0.175**	-0.078	0.196**	
ROE	-0.008	0.121	0.280***	0.064	0.139*	-0.046

Panel B: Firmes à performance sociale forte.

	CSP	BDOUT	OWN	BONUS	Q	OPTIONS
BDOUT	-0.001					
OWN	-0.060	-0.226*				
BONUS	-0.040	-0.270**	-0.005			
Q	-0.102	-0.094	0.050	0.0113*		
OPTIONS	0.063	0.162	-0.080*	-0.212*	0.135	
ROE	-0.165	0.169	0.503***	-0.045	0.056	-0.030

Panel C: Firmes à performance sociale faible

	CSP	BDOUT	OWN	BONUS	Q	OPTIONS
BDOUT	0.074					
OWN	0.129	-0.196				
BONUS	0.085	0.013	0.086			
Q	0.070	0.059	-0.026	0.166		
OPTIONS	-0.054	0.125	-0.369	-0.119	0.219	
ROE	-0.117	0.373***	-0.083	0.175	0.146	-0.162

***, **, * dénote une significativité statistique au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

BDOUT=proportion d'externes indépendants ; BDSIZE=nombre de directeurs ; BONUS=pourcentage des bonus par rapport à la rémunération en numéraire annuelle ; CSP=indice KLD de performance sociale ; DEBT1=dette totale déflaté par l'actif total ; DEBT3=dette à long terme déflaté par la capitalisation totale ; DIV=nombre de codes SIC caractérisant les opérations de la firme ; INV5=dépenses en capitalisation déflaté par l'actif total ; IND11=variable dichotomique des firmes à haute intensité de savoir ; IND12=variable dichotomique des firmes hybrides ; INV6=dépenses en RetD déflaté par l'actif total ; LIQ1=ratio des liquidités et des actifs à court terme ; LIQ2=ratio des ventes et du fond de roulement ; MMTM=1-pourcentage de propriété des directeurs et managers ; OPTIONS=pourcentage des options par rapport à rémunération annuelle totale ; OWN=propriété des directeurs et des managers en tant que groupe ; PSLO=pourcentage de propriété supérieure à 5% de l'actionnaire principal externe ; PS3LO=pourcentage de propriété supérieure à 5% des 3 actionnaires principaux externe ; Q=ratio de la valeur marchande et de la valeur comptable des actifs ; RISK1=coefficient alpha de la firme ; RISK2=coefficient beta de la firme ; ROE=ratio du bénéfice net et de l'équité ; SIZE1= logarithme de la somme de la valeur marchande de l'équité et de la valeur comptable de la dette ; SIZE2= logarithme des ventes ; STRAT=ratio des ventes et de l'actif total ; TNURE=nombre d'années de fonction du CEO ; VOLAT3=écart type des bénéfices annuels sur les trois années précédentes déflaté par l'actif total ; VOLAT6=écart type des bénéfices annuels sur les six années précédentes déflaté par l'actif total

Tableau 5 La composition du board

Régressions OLS

Variable dépendante: BDOUT

	signe anticipé	Totalité des firmes	Firmes à CSP>0	Firmes à CSP<0
F		3.68	1.80	0.75
p-value		0.000	0.084	0.671
CSP	+	0.004	0.056**	0.07
OWN	-	-0.003***	-0.001	-0.002
Q	-	-0.002*	-0.002	0.000
BDSIZE	+	0.010**	-0.001	0.003
DEBT1	+	0.044	0.008	0.031**
PSLO	+	0.001	0.001*	-0.000
MMTM	+	0.038	0.210***	0.004
VOLAT3	?	0.146	0.004	0.402
BOSS	-	0.032*	0.049	0.008
TNURE	-	-0.001*	0.003	-0.007*
CONSTANT		0.606***	0.602***	0.809***
<i>n</i>		165	64	50
R ² -Adj		0.140	0.112	-0.053

***, **, * dénote une significativité statistique au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

BDOUT=proportion d'externes indépendants ; BDSIZE=nombre de directeurs ; BONUS=pourcentage des bonus par rapport à la rémunération en numéraire annuelle ; CSP=indice KLD de performance sociale ; DEBT1=dette totale déflaté par l'actif total ; DEBT3=dette à long terme déflaté par la capitalisation totale ; DIV=nombre de codes SIC caractérisant les opérations de la firme ; INV5=dépenses en capitalisation déflaté par l'actif total ; IND11=variable dichotomique des firmes à haute intensité de savoir ; IND12=variable dichotomique des firmes hybrides ; INV6=dépenses en RetD déflaté par l'actif total ; LIQ1=ratio des liquidités et des actifs à court terme ; LIQ2=ratio des ventes et du fond de roulement ; MMTM=1-pourcentage de propriété des directeurs et managers ; OPTIONS=pourcentage des options par rapport à rémunération annuelle totale ; OWN=propriété des directeurs et des managers en tant que groupe ; PSLO=pourcentage de propriété supérieure à 5% de l'actionnaire principal externe ; PS3LO=pourcentage de propriété supérieure à 5% des 3 actionnaires principaux externe ; Q=ratio de la valeur marchande et de la valeur comptable des actifs ; RISK1=coefficient alpha de la firme ; RISK2=coefficient beta de la firme ; ROE=ratio du bénéfice net et de l'équité ; SIZE1= logarithme de la somme de la valeur marchande de l'équité et de la valeur comptable de la dette ; SIZE2= logarithme des ventes ; STRAT=ratio des ventes et de l'actif total ; TNURE=nombre d'années de fonction du CEO ; VOLAT3=écart type des bénéfices annuels sur les trois années précédentes déflaté par l'actif total ; VOLAT6=écart type des bénéfices annuels sur les six années précédentes déflaté par l'actif total

Tableau 6 La propriété managériale
Régressions OLS

Variable dépendante: OWN

	signe anticipé	Totalité des firmes	Firmes à CSP>0	Firmes à CSP<0
F		5.01	2.53	1.22
p-value		0.000	0.014	0.310
CSP	-	2.196	0.040	8.228**
BDOUT	-	-14.206***	-11.878**	-10.956
Q	?	0.024	-0.038	0.157
BDSIZE	?	-0.073*	0.672	-0.799
DEBT1	-	-0.952	1.918	-6.498
PSLO	-	-0.120	0.043	-0.242
LIQ1	-	-9.135**	-5.174	-13.221*
TNURE	-	0.457***	0.507	0.040
VOLAT3	?	47.435	83.254**	-0.940
BOSS	+	-4.671	-9.157***	-3.502
CONSTANT		18.337***	7.808	31.194***
<i>n</i>		165	64	50
R ² -Adj		0.196	0.196	0.043

***, **, * dénote une significativité statistique au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

BDOUT=proportion d'externes indépendants ; BDSIZE=nombre de directeurs ; BONUS=pourcentage des bonus par rapport à la rémunération en numéraire annuelle ; CSP=indice KLD de performance sociale ; DEBT1=dette totale déflaté par l'actif total ; DEBT3=dette à long terme déflaté par la capitalisation totale ; DIV=nombre de codes SIC caractérisant les opérations de la firme ; INV5=dépenses en capitalisation déflaté par l'actif total ; IND11=variable dichotomique des firmes à haute intensité de savoir ; IND12=variable dichotomique des firmes hybrides ; INV6=dépenses en RetD déflaté par l'actif total ; LIQ1=ratio des liquidités et des actifs à court terme ; LIQ2=ratio des ventes et du fond de roulement ; MMTM=1-pourcentage de propriété des directeurs et managers ; OPTIONS=pourcentage des options par rapport à rémunération annuelle totale ; OWN=propriété des directeurs et des managers en tant que groupe ; PSLO=pourcentage de propriété supérieure à 5% de l'actionnaire principal externe ; PS3LO=pourcentage de propriété supérieure à 5% des 3 actionnaires principaux externe ; Q=ratio de la valeur marchande et de la valeur comptable des actifs ; RISK1=coefficient alpha de la firme ; RISK2=coefficient beta de la firme ; ROE=ratio du bénéfice net et de l'équité ; SIZE1= logarithme de la somme de la valeur marchande de l'équité et de la valeur comptable de la dette ; SIZE2= logarithme des ventes ; STRAT=ratio des ventes et de l'actif total ; TNURE=nombre d'années de fonction du CEO ; VOLAT3=écart type des bénéfices annuels sur les trois années précédentes déflaté par l'actif total ; VOLAT6=écart type des bénéfices annuels sur les six années précédentes déflaté par l'actif total

Tableau 7 La rémunération managériale
Régressions OLS

Variable dépendante: OPTIONS

	signe anticipé	Totalité des firmes	Firmes à CSP>0	Firmes à CSP<0
F		3.05	1.14	1.88
p-value		0.001	0.350	0.079
CSP	-	-0.001	0.047	-0.061
BDOUT	-	0.359**	0.638*	0.040**
OWN	-	-0.004	0.000	-0.008
DEBT1	-	-0.142	-0.256**	0.433
SIZE1	+	0.042***	0.017*	0.066**
RISK2	+	-0.063	-0.097	0.024
TNURE	+	-0.005	-0.012	0.009**
MMTM	-	-0.253**	-0.193	-0.262
INV6	?	0.904**	0.401	0.476
DIV	?	0.012	0.022	-0.016
CONSTANT		-0.496	-0.102	-0.896
<i>n</i>		165	64	50
R ² -Adj		0.061	0.022	0.152

***, **, * dénote une significativité statistique au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

BDOUT=proportion d'externes indépendants ; BDSIZE=nombre de directeurs ; BONUS=pourcentage des bonus par rapport à la rémunération en numéraire annuelle ; CSP=indice KLD de performance sociale ; DEBT1=dette totale déflaté par l'actif total ; DEBT3=dette à long terme déflaté par la capitalisation totale ; DIV=nombre de codes SIC caractérisant les opérations de la firme ; INV5=dépenses en capitalisation déflaté par l'actif total ; IND11=variable dichotomique des firmes à haute intensité de savoir ; IND12=variable dichotomique des firmes hybrides ; INV6=dépenses en RetD déflaté par l'actif total ; LIQ1=ratio des liquidités et des actifs à court terme ; LIQ2=ratio des ventes et du fond de roulement ; MMTM=1-pourcentage de propriété des directeurs et managers ; OPTIONS=pourcentage des options par rapport à rémunération annuelle totale ; OWN=propriété des directeurs et des managers en tant que groupe ; PSLO=pourcentage de propriété supérieure à 5% de l'actionnaire principal externe ; PS3LO=pourcentage de propriété supérieure à 5% des 3 actionnaires principaux externe ; Q=ratio de la valeur marchande et de la valeur comptable des actifs ; RISK1=coefficient alpha de la firme ; RISK2=coefficient beta de la firme ; ROE=ratio du bénéfice net et de l'équité ; SIZE1= logarithme de la somme de la valeur marchande de l'équité et de la valeur comptable de la dette ; SIZE2= logarithme des ventes ; STRAT=ratio des ventes et de l'actif total ; TNURE=nombre d'années de fonction du CEO ; VOLAT3=écart type des bénéfices annuels sur les trois années précédentes déflaté par l'actif total ; VOLAT6=écart type des bénéfices annuels sur les six années précédentes déflaté par l'actif total

Tableau 8 La performance financière
Régressions OLS- spécification simple

Variable dépendante: Q (de Tobin)

	signe anticipé	Totalité des firmes	Firmes à CSP>0	Firmes à CSP<0
F		12.29	2.51	4.96
p-value		0.000	0.015	0.000
CSP	+	0.831***	-1.576*	1.252***
BDOUT	?	-0.241	3.462	-1.079
OWN	?	0.033*	0.021*	0.048
OPTIONS	-	1.320*	1.887	2.472*
DEBT1	-	-3.803*	-5.486	-1.351
INV6	+	4.387	-5.853	35.656**
LIQ1	+	8.495***	8.316*	11.833***
DIV	+	-0.429**	-0.946*	-0.261
SIZE1	+	0.729***	0.662*	0.144**
BOSS		-1.008	-2.509	0.307
CONSTANT		-13.118**	-10.738	-4.039
n		165	64	50
R ² -Adj		0.408	0.194	0.447

***, **, * dénote une significativité statistique au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

BDOUT=proportion d'externes indépendants ; BDSIZE=nombre de directeurs ; BONUS=pourcentage des bonus par rapport à la rémunération en numéraire annuelle ; CSP=indice KLD de performance sociale ; DEBT1=dette totale déflaté par l'actif total ; DEBT3=dette à long terme déflaté par la capitalisation totale ; DIV=nombre de codes SIC caractérisant les opérations de la firme ; INV5=dépenses en capitalisation déflaté par l'actif total ; IND11=variable dichotomique des firmes à haute intensité de savoir ; IND12=variable dichotomique des firmes hybrides ; INV6=dépenses en RetD déflaté par l'actif total ; LIQ1=ratio des liquidités et des actifs à court terme ; LIQ2=ratio des ventes et du fond de roulement ; MMTM=1-pourcentage de propriété des directeurs et managers ; OPTIONS=pourcentage des options par rapport à rémunération annuelle totale ; OWN=propriété des directeurs et des managers en tant que groupe ; PSLO=pourcentage de propriété supérieure à 5% de l'actionnaire principal externe ; PS3LO=pourcentage de propriété supérieure à 5% des 3 actionnaires principaux externe ; Q=ratio de la valeur marchande et de la valeur comptable des actifs ; RISK1=coefficient alpha de la firme ; RISK2=coefficient beta de la firme ; ROE=ratio du bénéfice net et de l'équité ; SIZE1= logarithme de la somme de la valeur marchande de l'équité et de la valeur comptable de la dette ; SIZE2= logarithme des ventes ; STRAT=ratio des ventes et de l'actif total ; TNURE=nombre d'années de fonction du CEO ; VOLAT3=écart type des bénéfices annuels sur les trois années précédentes déflaté par l'actif total ; VOLAT6=écart type des bénéfices annuels sur les six années précédentes déflaté par l'actif total

Tableau 9 La performance financière
Régressions OLS-spécification quadratique

Variable dépendante: Q (*de Tobin*)

	signe anticipé	Totalité des firmes	Firmes à CSP>0	Firmes à CSP<0
F		4.74	2.08	3.98
p-value		0.000	0.042	0.001
CSP	+	1.415***	-2.499	0.960**
CSP2		-4.446***	-0.023	0.698*
BDOUT	?	-4.733*	-1.402	3.177
OWN	?	0.017	-0.042	0.031**
OWN2		-0.002	-0.006	-0.004**
OPTIONS	-	3.492***	2.129	2.502**
DEBT1	-	-3.212***	-7.635**	-0.545
INV6	+	10.516	13.288	25.483*
LIQ1	+	0.000	0.000	0.023
DIV	+	-0.629**	-0.753*	-0.494
SIZE1	+	0.324**	0.914*	0.117*
BOSS		-1.287*	-3.23*	0.138
CONSTANT		15.503**	29.701**	0.897
<i>n</i>		165	64	50
R ² -Adj		0.486	0.246	0.543

***, **, * dénote une significativité statistique au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

BDOUT=proportion d'externes indépendants ; BDSIZE=nombre de directeurs ; BONUS=pourcentage des bonus par rapport à la rémunération en numéraire annuelle ; CSP=indice KLD de performance sociale ; CSP2= indice CSP au carré;DEBT1=dette totale déflaté par l'actif total ; DEBT3=dette à long terme déflaté par la capitalisation totale ; DIV=nombre de codes SIC caractérisant les opérations de la firme ; INV5=dépenses en capitalisation déflaté par l'actif total ; IND11=variable dichotomique des firmes à haute intensité de savoir ; IND12=variable dichotomique des firmes hybrides ; INV6=dépenses en RetD déflaté par l'actif total ; LIQ1=ratio des liquidités et des actifs à court terme ; LIQ2=ratio des ventes et du fond de roulement ; MMTM=1-pourcentage de propriété des directeurs et managers ; OPTIONS=pourcentage des options par rapport à rémunération annuelle totale ; OWN=propriété des directeurs et des managers en tant que groupe ; OWN2= OWN au carré; PSLO=pourcentage de propriété supérieure à 5% de l'actionnaire principal externe ; PS3LO=pourcentage de propriété supérieure à 5% des 3 actionnaires principaux externe ; Q=ratio de la valeur marchande et de la valeur comptable des actifs ; RISK1=coefficient alpha de la firme ; RISK2=coefficient beta de la firme ; ROE=ratio du bénéfice net et de l'équité ; SIZE1= logarithme de la somme de la valeur marchande de l'équité et de la valeur comptable de la dette; SIZE2= logarithme des ventes ; STRAT=ratio des ventes et de l'actif total ; TNURE=nombre d'années de fonction du CEO ; VOLAT3=écart type des bénéfices annuels sur les trois années précédentes déflaté par l'actif total ; VOLAT6=écart type des bénéfices annuels sur les six années précédentes déflaté par l'actif total

Tableau 10 Estimations 2SLS (totalité de l'échantillon)

	BDOUT	OWN	Q	OPTIONS	CSP
F	2.47	3.99	9.06	2.03	1.42
p-value	0.009	0.000	0.000	0.034	0.176
CSP	0.223	2.895	5.147	0.414	
BDOUT		-20.084	2.373	-0.150	-0.156
OWN	-0.003		0.081	-0.012	-0.000
Q	-0.014*	0.004			0.007
OPTIONS			-5.255		0.205
BDSIZE	0.009*	-0.018			
DEBT1	-0.043	-0.944	-4.373*	-0.129	0.284*
PSLO	-0.000	-0.115			
INV6			5.945	0.506	0.737
LIQ1		-9.617*	9.182***		
DIV			-0.317	0.013	-0.007
SIZE1			0.973***	0.039**	
BOSS	0.023	-4.397**	0.772		
RISK2				-0.052	-0.003
MMTM	0.052			-0.215*	
TNURE	-0.000	0.438***		-0.004	-0.001
VOLAT3	0.573	49.168*			
STRAT					0.103**
CONSTANT	0.660***	22.195	-18.397	-0.049	-0.171
n	165	165	165	165	165
R ² -Adj	0.082	0.154	0.330	0.060	0.025

***, **, * dénote une significativité statistique au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

BDOUT=proportion d'externes indépendants ; BDSIZE=nombre de directeurs ; BONUS=pourcentage des bonus par rapport à la rémunération en numéraire annuelle ; CSP=indice KLD de performance sociale ; DEBT1=dette totale déflaté par l'actif total ; DEBT3=dette à long terme déflaté par la capitalisation totale ; DIV=nombre de codes SIC caractérisant les opérations de la firme ; INV5=dépenses en capitalisation déflaté par l'actif total ; IND11=variable dichotomique des firmes à haute intensité de savoir ; IND12=variable dichotomique des firmes hybrides ; INV6=dépenses en RetD déflaté par l'actif total ; LIQ1=ratio des liquidités et des actifs à court terme ; LIQ2=ratio des ventes et du fond de roulement ; MMTM=1-pourcentage de propriété des directeurs et managers ; OPTIONS=pourcentage des options par rapport à rémunération annuelle totale ; OWN=propriété des directeurs et des managers en tant que groupe ; PSLO=pourcentage de propriété supérieure à 5% de l'actionnaire principal externe ; PS3LO=pourcentage de propriété supérieure à 5% des 3 actionnaires principaux externe ; Q=ratio de la valeur marchande et de la valeur comptable des actifs ; RISK1=coefficient alpha de la firme ; RISK2=coefficient beta de la firme ; ROE=ratio du bénéfice net et de l'équité ; SIZE1= logarithme de la somme de la valeur marchande de l'équité et de la valeur comptable de la dette ; SIZE2= logarithme des ventes ; STRAT=ratio des ventes et de l'actif total ; TNURE=nombre d'années de fonction du CEO ; VOLAT3=écart type des bénéfices annuels sur les trois années précédentes déflaté par l'actif total ; VOLAT6=écart type des bénéfices annuels sur les six années précédentes déflaté par l'actif total

Tableau 11 Estimations 3SLS (totalité de l'échantillon)

	BDOUT	OWN	Q	OPTIONS	CSP
F	1.30	0.23	0.92	1.23	0.50
p-value	0.274	0.879	0.449	0.299	0.736
CSP	0.281*	6.837	9.476*	0.617*	
BDOUT		-32.558	-2.035	-0.373	0.196
OWN	-0.006		0.017	-0.016	0.006
Q	-0.016**	-0.126			0.006
OPTIONS			-7.314		0.338
BDSIZE	0.008	0.021			
DEBT1	-0.059	-1.016	-4.810*	-0.140	0.247
PSLO	-0.000	-0.141			
INV6			2.860	0.337	0.616
LIQ1		-10.671*	9.239***		
DIV			-0.190	0.018	-0.012
SIZE1			0.922***	0.029*	
BOSS	0.023	-3.546*	-0.613		
RISK2				-0.055	0.009
MMTM	0.057			-0.194*	
TNURE	-0.001	0.383**		-0.003	-0.002
VOLAT3	0.623	58.360**			
STRAT					0.073*
CONSTANT	0.698***	31.424	-12.872	-0.049	-0.171
n	165	165	165	165	165
SW-R ²	0.268				

***, **, * dénote une significativité statistique au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement. La statistique F correspond à la significativité conjointe des variables principales. SW-R²= system-weighted R square.

BDOUT=proportion d'externes indépendants ; BDSIZE=nombre de directeurs ; BONUS=pourcentage des bonus par rapport à la rémunération en numéraire annuelle ; CSP=indice KLD de performance sociale ; DEBT1=dette totale déflaté par l'actif total ; DEBT3=dette à long terme déflaté par la capitalisation totale ; DIV=nombre de codes SIC caractérisant les opérations de la firme ; INV5=dépenses en capitalisation déflaté par l'actif total ; IND11=variable dichotomique des firmes à haute intensité de savoir ; IND12=variable dichotomique des firmes hybrides ; INV6=dépenses en RetD déflaté par l'actif total ; LIQ1=ratio des liquidités et des actifs à court terme ; LIQ2=ratio des ventes et du fond de roulement ; MMTM=1-pourcentage de propriété des directeurs et managers ; OPTIONS=pourcentage des options par rapport à rémunération annuelle totale ; OWN=propriété des directeurs et des managers en tant que groupe ; PSLO=pourcentage de propriété supérieure à 5% de l'actionnaire principal externe ; PS3LO=pourcentage de propriété supérieure à 5% des 3 actionnaires principaux externe ; Q=ratio de la valeur marchande et de la valeur comptable des actifs ; RISK1=coefficient alpha de la firme ; RISK2=coefficient beta de la firme ; ROE=ratio du bénéfice net et de l'équité ; SIZE1= logarithme de la somme de la valeur marchande de l'équité et de la valeur comptable de la dette ; SIZE2= logarithme des ventes ; STRAT=ratio des ventes et de l'actif total ; TNURE=nombre d'années de fonction du CEO ; VOLAT3=écart type des bénéfices annuels sur les trois années précédentes déflaté par l'actif total ; VOLAT6=écart type des bénéfices annuels sur les six années précédentes déflaté par l'actif total

Tableau 12 Validité des instruments

	BDOUT	OWN	Q	OPTIONS	CSP	ROE	BONUS
F	2.69	2.90	9.49	1.97	1.35	0.63	4.24
p-value	0.002	0.000	0.000	0.027	0.192	0.824	0.000
BDSIZE	0.013***	-0.275	-0.061***	0.012	0.005	0.011	-0.057
DEBT1	0.035	-0.612	-2.448	-0.096	0.223	-0.252	-0.956*
PSLO	0.001	-0.133	-0.008	0.005	0.004	-0.006	0.017
MMTM	0.036	0.353	1.019	-0.234**	-0.021	0.063	-0.314
VOLAT3	0.213	43.779*	12.267	-0.853	-0.328	1.797	2.778
BOSS	0.046**	-5.333***	-1.339*	0.010	-0.041	-0.086	0.059
TNURE	-0.003	0.498***	0.060	-0.008*	-0.000	0.009	0.016
LIQ1	-0.102	-6.035	8.057***	0.188	0.186	-0.210	-0.354
INV6	0.267	-6.603	6.132	0.935**	0.970**	0.708	-0.615
RISK2	0.006	0.003	0.236	-0.065	-0.022	-0.057	0.207
SIZE1	-0.012	0.230	0.824***	0.036**	0.002	0.017	0.351***
STRAT	0.010	0.393	0.564	0.014	0.107***	-0.032	-0.047
DIV	-0.000	-0.021	-0.390*	0.010	-0.007	0.009	0.098*
CSTANT	0.815***	4.032	-16.546	-0.291	-0.272	0.275	-6.646***
R-ajusté	0.118	0.131	0.4024	0.071	0.027	-0.03	0.204

***, **, * dénote une significativité statistique au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

BDOUT=proportion d'externes indépendants ; BDSIZE=nombre de directeurs ; BONUS=pourcentage des bonus par rapport à la rémunération en numéraire annuelle ; CSP=indice KLD de performance sociale ; DEBT1=dette totale déflaté par l'actif total ; DEBT3=dette à long terme déflaté par la capitalisation totale ; DIV=nombre de codes SIC caractérisant les opérations de la firme ; INV5=dépenses en capitalisation déflaté par l'actif total ; IND11=variable dichotomique des firmes à haute intensité de savoir ; IND12=variable dichotomique des firmes hybrides ; INV6=dépenses en RetD déflaté par l'actif total ; LIQ1=ratio des liquidités et des actifs à court terme ; LIQ2=ratio des ventes et du fond de roulement ; MMTM=1-pourcentage de propriété des directeurs et managers ; OPTIONS=pourcentage des options par rapport à rémunération annuelle totale ; OWN=propriété des directeurs et des managers en tant que groupe ; PSLO=pourcentage de propriété supérieure à 5% de l'actionnaire principal externe ; PS3LO=pourcentage de propriété supérieure à 5% des 3 actionnaires principaux externe ; Q=ratio de la valeur marchande et de la valeur comptable des actifs ; RISK1=coefficient alpha de la firme ; RISK2=coefficient beta de la firme ; ROE=ratio du bénéfice net et de l'équité ; SIZE1= logarithme de la somme de la valeur marchande de l'équité et de la valeur comptable de la dette ; SIZE2= logarithme des ventes ; STRAT=ratio des ventes et de l'actif total ; TNURE=nombre d'années de fonction du CEO ; VOLAT3=écart type des bénéfices annuels sur les trois années précédentes déflaté par l'actif total ; VOLAT6=écart type des bénéfices annuels sur les six années précédentes déflaté par l'actif total

Tableau 13 Les critères KLD

MESURES 28	FAIBLESSES	FORCES
Communauté	Paiement d'amendes substantielles ou de pénalités civiles, ou implication dans une procédure légale majeure en rapport avec la communauté où la firme opère. Les relations de la firme avec la communauté locale sont significativement mauvaises en raison de fermetures d'unités de production ou autres bris d'ententes avec la communauté locale.	Dons corporatifs de plus de 1.5% des bénéfices net avant taxes, dons innovatifs, participation à des partenariats public/privé dans le but de fournir des logements, et soutien significatif pour l'éducation primaire et secondaire locale.
Diversité	Paiement d'amendes ou de pénalités civiles en rapport avec la violation de lois sur la discrimination positive. Pas de représentation au niveau du board ou dans le management senior des groupes traditionnellement ostracisés.	Promotion des femmes et des minorités visibles au sein de l'organisation. Représentation des femmes, des minorités visibles et des personnes handicapées au board. Généreuses indemnités en rapport avec la problématique travail/famille; emploi des personnes handicapées et politiques progressives à l'endroit des employés gays et les biennes.
Employés	Relations syndicales significativement mauvaises, paiement d'amendes en rapport avec les conditions de sécurité au travail, réduction drastique des effectifs et plans de retraites en déficit.	Bonnes relations syndicales, plans de partage des bénéfices, implication des employés dans les processus décisionnels, généreux plans de retraite.
Environnement	Passif à court terme en rapport avec des sites de déchets toxiques excédant 50 millions, ou la firme a récemment payé de substantielles amendes ou pénalités civiles pour des violations aux dispositions légales sur le traitement des déchets. Tendance nette à violer les réglementations sur la qualité de l'air, de l'eau et autres; l'utilisation de produits chimiques à impact négatif sur la couche d'ozone; émissions de grandes quantités de produits toxiques.	Production d'items respectant l'environnement, implication dans l'industrie des services environnementaux; programmes actifs de prévention de la pollution et de recyclage.
Produit	Paiement d'amendes ou de pénalités civiles substantielles en rapport avec la qualité des produits ou violations de lois antitrust; implication dans des programmes publicitaires controversés.	Engagement permanent pour la qualité au travers de programmes de qualité adéquats à l'échelle de la firme. Leadership dans la R&D, et innovation ou implication directe dans la distribution de produits et services à l'endroit des groupes économiquement défavorisés.
Militaire	Implication dans des contrats pour la fourniture de services et matériaux à des fins militaires	
Nucléaire	Implication dans l'industrie du nucléaire.	

²⁸ Pour chaque mesure, KLD assigne une note évaluative de -2 (faiblesse) à +2 (force) pour chaque firme, en utilisant les critères ci-dessus résumés.

BIBLIOGRAPHIE

- Aaronson, Susan et Reeves, James** ; 2002 ; « Corporate responsibility in the global village : The role of Public Policy » ; *National Policy Association*, Washington D.C. 118 pgs.
- Agarwal, Naresh ; Singh, Parbudyal** ; Mar 2002 ; « The Effects of Firm Strategy on the Level and Structure of Executive Compensation » ; *Canadian Journal of Administrative Sciences*, Vol.19/1 pgs 42-56.
- Agle, Bradley ; Mitchell, Ronald ; Sonnenfeld, Jeffrey** ; Oct 1999 ; « Who matters to CEOs ? An investigation of stakeholder attributes and salience, corporate performance and CEO values » ; *Academy of Management Journal*, Vol.42/5 pgs 507-525.
- Agrawal, Anup ; Knoeber, Charles** ; Sept 1996 ; « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders » ; *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31/3 pg 377.
- Akerlof, G.A.** ; 1970 ; « The market for lemons : Quality, uncertainty and the market mechanism » ; *Quarterly Journal of Economics*, 84 : 488-500.
- Alchian, A. ; Demsetz, H.** ; 1972 ; « Production, information costs and economic organization » ; *American Economic Review*, 62 : 777-795.
- Aoki, M.** ; 1984 ; « The co-operative game theory of the firm » ; Oxford : Clarendon Press.
- Anderson, M.C. ; Banker, R.D. ; Ravindran, S.** ; 2000 ; « Executive Compensation in the Information Technology Industry » ; *Management Science*, Vol.46/4 pg 530.
- André, Paul ; Eduardo, Schiehl** ; Mai 2003 ; « Systèmes de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises » ; Working Paper.
- Arrington, C.E. ; Francis, J.R.** ; 1993 ; « Giving economic accounts : accounting as a cultural practice » ; *Accounting, Organizations & Society*, 18(2/3), 107-124.
- Aupperle, K.E.** ; 1984 ; « An empirical measure of corporate social performance » ; *Research in Corporate Social Performance and Policy*, 6, pgs 627-654.
- Baker, Richard et Owsen, Dwight** ; 2002 ; « Increasing the role of auditing in corporate governance » ; *Critical Perspectives on Accounting*, Vol.13, pgs 783-795.
- Barnard, C.I.** ; 1968 ; « The functions of the executive » ; Cambridge, MA : Harvard University Press.
- Barnhart, W. Scott ; Rosenstein, Stuart** ; 1998 ; « Board composition, Managerial Ownership and Firm Performance : An Empirical Analysis » , *The Financial Review*, Vol. 33 pg 1-16
- Baron, M. Reuben ; Kenny, A. David** ; 1986 ; « The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research : Conceptual, Strategic and Statistical Considerations » , *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol.51/6 pg 1173-1182.
- Bebchuk, L. ; Roe, M.** ; 1998 ; « A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership » ; Working Paper, Harvard Law School.
- Berle, A.A. ; Means, G.C.** ; 1932 ; « The modern corporation and private property » ; New York : MacMillan.
- Bews, N.F ; Rossouw, G.J.** ; Sept. 2002 ; « A Role for Business Ethics in Facilitating Trustworthiness » ; *Journal of Business Ethics* , Vol.39/4 pgs 377-390.
- Berman, Shawn ; Wicks, Andrew ; Kotha, Suresh ; Jones, Thomas** ; Oct 1999 ; « Does stakeholder orientation matter ? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance » ; *Academy of Management Journal*, Vol.42/5 pgs 488-506.

- Bies, Susan** ; Oct 2002 ; « Adequate Financial Disclosure : The challenge for corporate governance posed by financial innovation » ; *Vital Speeches of the Day*, Vol.69/1 pg 2.
- Bird, Frederick** ; Montreal ; Dec 2001 ; « Good governance : A philosophical discussion of the responsibilities and practices of organizational governors » ; *Revue Canadienne des Sciences de l'Administration* , Vol.18/4, pgs 298-312 .
- Boatright, John** ; 2002 ; « Contractors as stakeholders : Reconciling stakeholder theory with the nexus-of-contracts firm » ; *Journal of Banking et Finance*, Vol.26 pgs 1837-1852.
- Bohren, Oyvind ; Odegaard, Bernt Arne** ; 2001 ; « Corporate governance and economic performance : A closer look », Working Paper.
- Booth, Richard** ; Chicago ; Feb 1998 ; « Stockholders, stakeholders and bagholders (or how investor diversification affects fiduciary duty) ; *The Business Lawyer*, Vol.53/2, pgs 429-478.
- Bonner, Sarah ; Sprinkle, Geoffrey** ; 2002 ; « The Effects of Monetary Incentives On Effort and Task Performance : Theories, Evidence and a Framework for Research » ; *Accounting, Organizations and Society*, Vol.27 pgs 303-345.
- Bowman, E.H.; Haire, M.**; 1975; « A strategic posture toward corporate social responsibility»; *California Management Review*, 18/2, 49-58.
- Brenner, S.N.; Cochran, P.**; 1991; « The stakeholder theory of the firm : Implications for business and society theory and research »; *International Association for Business and Society*, pgs 449-467.
- Carati, Guido et Alireza Tourani** ; Patrington ; 2002 ; « Convergence of coporate governance systems » ; *Managerial Finance*, Vol.26/10, pg 66.
- Carr, Linda ; Valinezhad, Moosa** ; Feb 1994 ; «The Role Ethics in Executive Compensation : Toward a Contractarian Interpretation of the Neoclassical Theory of Managerial Remuneration » ; *Journal of Business Ethics* , Vol.13/2 pg 81
- Carroll, A.B.**; 1979; « A Three Dimensional Model of corporate social performance»; *Academy of Management Review* 4, 497-505.
- Callahan, Elletta ; Morehead ,Terry ; Fort ,Timothy et Schipani, Cindy** ; Austin ; Fall 2002 ; « Integrating trends in whistleblowing and corporate governance : Promoting organizational effectiveness, societal responsibility and employee empowerment » ; *American Business Law Journal*, Vol.40/1, pgs 177-215.
- Chang , J et Ha, Daesung** ; West Haven ; Jun 2001 ; « Corporate governance in the twenty first century : New managerial concepts for supranational corporations » ; *American Business Review*, Vol.19/2, pgs 32-44.
- Chen , R. Carl ; Steiner, L. Thomas** ; 1999 ; « Managerial Ownership and Agency Conflicts : A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividend Policy », *The Financial Review*, Vol.34 pg 119-136.
- Chen, K.H.; Metcalf, R.W.**; 1980;« The relationship between pollution control record and financial indicators revisited»; *Accounting Review*, 55 pgs 168-177.
- Cho, Myeong-Hyeon** ; 1998 ; « Ownership structure, investment and the corporate value : an empirical analysis », *Journal of Financial Economics*, Vol.47 pg 103-121.
- Charreaux, G.; Desbrières, Ph.**;1998; « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.1/2 pgs 57-88.
- Charreaux, G.**; 2001; « Au-delà de l'approche juridico-financière : le rôle cognitif des actionnaires et ses conséquences sur l'analyse de la structure de propriété et de la gouvernance », Working Paper : IAE.

- Charreaux, G.;** 2004; « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux »; Cahier du FARGO n° 1040101.
- Clarkson, M.B.E.;** 1991; « Defining, evaluating and managing corporate social performance : A stakeholder management model »; *Research in corporate social performance and policy*, pgs 331-358.
- Clarkson, Max ;** Jan 1995 ; « A Stakeholder Framework For Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance » ; *Academy of Management Review*, Vol.20/1 pgs 92-117.
- Clinard, M.B.;** 1983; « Corporate ethics and crime : The role of middle management »; Beverly Hills,CA : Sage.
- Coase, R.H.,** 1937; « The nature of the firm »; New York : Oxford University Press.
- Coffee, J.;** 1999; « The Future as History : The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and It's implications »; Working Paper, Columbia Law School.
- Coffey, S. Betty ; Fryxell, E. Gerald ;** 1991 ; Institutional Ownership of Stock and Dimensions of Corporate Social Performance : An Empirical Examination », *Journal of Business Ethics*, Vol.10/6 pg 437
- Conyon, Martin et Peck, Simon ;** Mississippi State ; Apr 1998 ; « Board control, remuneration committees and top management compensation » ; *Academy of Management Journal*, Vol.41/2, pgs 146-157.
- Core, J.W.; Holthausen, R.W.; Larcker, D.F.;** 1997; « Corporate governance, CEO compensation and firm performance »; Mimeograph, the Wharton School, Philadelphia.
- Covaleski, Mark ; Dirmsmith, Mark ;et Samuel,Sajay ;** 2003 ; « Changes in the institutional environment and the institutions of governance : extending the contributions of transaction cost economics within the management control literature » ; *Accounting, Organizations and Society*, Vol.28 pgs 417-441.
- Cyert, R.M.; March,J.G.;**1963; « A behavioral theory of the firm »; Englewood Cliffs, NJ : Prentice Hall.
- Daily, Catherine ; Johnson, Jonathan et Dalton, Dan ;** Atlanta ; Winter 1999 ; « On the measurements of board composition : Poor consistency and a serious mismatch of theory and operationalization » ; *Decision Sciences*, Vol.30/1, pgs 83-106.
- Demsetz, Harold ;** Villalonga, Belen ; 2001 ; « Ownership structure and corporate performance », Working Paper.
- Demsetz, Harold ;** 1983 ; « The structure of ownership and the theory of the firm », *Journal of Law and Economics* Vol.26 pgs 375-390.
- Demsetz, Harold ; Lehn, K. ;**1985 ; « The structure of corporate ownership : Causes and consequences », *Journal of Political Economy*, Vol.93 pgs 1155-1177
- Denis, Diane et McConnell, John ;** Seattle ; Mar 2003 ; « International corporate governance » ; *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38/1, pg 1 .
- Denis, J. David ; Sarin, Atulya ;** 1999 ; « Ownership and board structures in publicly traded corporations », *Journal of Financial Economics*, Vol.52 pg 187-223.
- Dobson, John ;** 2003 ; « Method to their madness : Dispelling the myth of economic rationality as a behavioral ideal » ; *Research In International Business and Finance*, Vol.17 pg 383.
- Donaldson, Thomas ; Dunfee, Thomas ;** Apr 1994 ; « Toward A Unified Conception of Business Ethics : Integrative Social Contracts Theory » ; *Academy of Management Review*, Vol.19/2 pgs 252-284.
- Donaldson, Thomas ; Preston, Lee E. ;** Jan 1995 ; « The stakeholder theory of the corporation : concepts, evidence, and implications » ; *Academy of Management Review*, Vol.20/1 pg.65
- Dunfee, T.W.;** 1991; « Business ethics and extant social contracts »; *Business Ethics Quaterly*, 1 : 23-51.
- Emmett, Griner ;** Winter 1995/1996 ; « Corprate Performance, Stock Option Compensation, and Measurement Error in CEO Pay » ; *Journal of Applied Business Research*, Vol.12/1 pg1.

- Etzioni, A.**; 1988; « The moral dimension »; New York : Basic Books.
- Finkelstein, Sidney ; Hambrick, Donald** ; Nov/Dec 1988 ; « Chief Executive Compensation : A Synthesis and Reconciliation » ; *Strategic Management Journal*, Vol.9/6 pgs 543-558.
- Folger, H.; Nutt, F.**; 1975; « A note on social responsibility and stock valuation»; *Academy of Management Journal* 18, 155-159.
- Galaskiewicz, J.; Burt, R.S.**; 1991; « Interorganizational contagion in corporate philanthropy»; *Administrative Science Quarterly* 36(1) pgs 88-99.
- Gomez-Mejia, L.R.; Tosi, H.; Hinken, T.**; 1987; « Managerial control, performance and executive compensation »; *Academy of Management Journal*, 30 : 51-70.
- Gordon, Jeffrey** ; Chicago ; Summer 2002 ; « What Enron means for the management and control of the modern business corporation : Some initial reflections » ; *The University of Chicago Law Review*, Vol.69/3, pgs 1233-1250.
- Gelb, David et Strawer, Joyce** ; Dordrecht ; Sep 2001 ; « Corporate social responsibility and financial disclosures : An alternative explanation for increased disclosure » ; *Journal of Business Ethics*, Vol.33/1 pgs 1-13.
- Graves, B. Samuel ; Waddock, A. Sandra** ; 1994 ; « Institutional owners and corporate social performance », *Academy of Management Journal*, Vol.37/4 pg 1034-1046.
- Gray, R.; Dey, C.; Owen, D.; Evans, R.; Zadek, S.**; 1997; « Struggling with the praxis of social accounting : stakeholders, accountability, audits and procedures »; *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 10(3), 325-364.
- Gujarati, D.N.** ; 1988 ; « Basic Econometrics », McGrawth-Hill, Second Edition.
- Hambrick, D.C.; Mason, P.A.**; 1984; « Upper echelons : The organization as a reflection of its top managers »; *Academy of Management Review*, 9 : 193-206.
- Hermalin, Benjamin ; Weisbach, Michael** ; Winter 1988 ; « The Determinants of Board Composition » ; *The Rand Journal of Economics*, Vol.19/4 pg 589.
- Hermalin, Benjamin ; Weisbach, Michael** ; 2001 ; « Boards of directors as an endogenously determined institution : A survey of the economic literature », NBER Working Paper 8161
- Hill, C.W.L.**; 1990; « Cooperation, opportunism and the invisible hand : Implications for transaction cost theory »; *Academy of Management Review*, 15 : 500-513.
- Hillman, Amy ; Keim, Gerald et Luce, Rebecca** ; Chicago ; Sep 2001 ; « Board composition and stakeholder performance : Do stakeholder directors make a difference ? » ; *Business and Society* , Vol.40/3 pgs 295-314.
- Hofstede, G.**; 1978; « The Poverty of Management Control Philosophy »; *Academy of Management Review*, pgs 450-461
- Jawahar, I.M. ; McLaughlin, Gary** ; Jul 2001 ; « Toward a descriptive stakeholder theory : An organizational Life Cycle Approach » ; *Academy of Management Review*, Vol.26/3 pg397-414.
- Jensen, M.C.; Meckling, W.**; 1976; « Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and capital structure »; *Journal of Financial Economics*, 3 (oct) : 305-360.
- Jia, Wang et Dudley, Dewhirst** ; Dordrecht ; Feb 1992 ; « Boards of Directors and Stakeholder Orientation » ; *Journal of Business Ethics*, Vol.11/2, pg 115.
- Johnson, Richard et Greening, Daniel** ; Mississippi State ; Oct 1999 ; « The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance » ; *Academy of Management Journal*, Vol.42/5, pgs 546-576.
- Jones, Thomas** ; Apr 1995 ; « Instrumental stakeholder theory : A synthesis of ethics and economics » ; *Academy of Management Review*, Vol.20/2 pgs 404.

- Kakabadse, Andrew et Kakabadse, Nada** ; Bradford ; 2002 ; « The Geopolitics of Governance : The Impact of Contrasting Philosophies » ; *Corporate Governance*, Vol.2/3
- Kakabadse, Andrew; Kakabadse, Nada**; 2003; « Polylogue as a platform for governance : integrating people, the planet, profit and posterity »; *Corporate Governance*, Vol.3/1 pg. 5
- Key, Susan** ; London ; 1999 ; « Toward A New Theory of the Firm : A Critique of Stakeholder Theory » ; *Management Decision*, Vol.37/4 pg 317.
- Kerr, J.; Bettis, R.A.**; 1987; « Boards of directors, top management compensation and shareholder returns »; *Academy of Management Journal*, Vol. 30 pgs 645-664,
- Korten, D.C.**; 1996; « When Corporations Rule the World »; Berrett-Koehler Publishers.
- Kosnik, R.D.**; 1990; « Effects of board demography and directors' incentives on corporate greenmail decisions »; *Academy of Management Journal*, 33 : 129-150.
- KPMG Assurance and Advisory Services** ; 2002 ; « A New Focus On Governance : Managing Stakeholder Expectations to Sustain Business Value ».
- Kuhn, T.S.**; 1970; « The structure of scientific revolutions »; Chicago : University of Chicago Press.
- Larcker, David; Scott, Richardson**; 2004;« Fees paid to Audit Firms, Accrual Choices and Corporate Governance»; *Journal of Accounting Research*, Vol. 42/3, pg. 625.
- Levinas, E.**; 1985; « Ethics and infinity »; Pittsburg : Duquesne University Press.
- Lehman, G.**; 1995; « A legitimate concern for environmental accounting »; *Critical Perspectives on Accounting*, 6(5), 393-412.
- Litz, Reginald** ; Dec 1996 ; « A resource-based-view of the Socially Responsible Firm : Stakeholder Interdependence, Ethical Awareness, and Issue Responsiveness as Strategic Assets »; *Journal of Business Ethics*, Vol.15/12 pg 1355.
- Loderer, Claudio ; Martin, Kenneth** ; 1997 ; « Executive stock ownership and performance : Tracking faint traces » ; *Journal of Financial Economics*, Vol.45 pg 223-255.
- Lopez-Iturriaga, Felix ; Rodriguez-Sanz, J. Antonio** ; 2001 ; « Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment : A Simultaneous Equations Analysis of Spanish Companies »; *Journal of Management et Governance*, Vol.5 pg 179-204.
- Luoma, Patrice et Goodstein, Jerry** ; Mississippi State ; Oct 1999 ; « Stakeholders and corporate boards : Institutional influences on board composition and structure » ; *Academy of Management Journal*, Vol.42/5, pgs 553-563.
- Nabil, Ibrahim et John, Angelidis** ; Dordrecht ; May 1995 ; « The corporate social responsiveness orientation of board members : Are there differences between inside and outside directors ? » ; *Journal of Business Ethics*, Vol.14/5 pg. 405.
- March, J.G.; Herbert, A.S.**; 1958; « Organizations »; John Wiley, New York.
- McGuire, Jean ; Dow, Sandra ; Argheyd, Kamal** ; Jul 2003 ; « CEO Incentives and Corporate Social Performance » ; *Journal of Business Ethics*, Vol.45/4 pgs 341-359.
- McWilliams, Abigail et Siegel, Donald** ; 2000 ; « Corporate social responsibility and financial performance : correlation or misspecification ? » ; *Strategic Management Journal*, Vol.21 pgs 603-609.
- McWilliams, Abigail ; Siegel, Donald** ; Jan 2001 ; « Corporate Social Responsibility : A Theory of the Firm Perspective » ; *Academy of Management Review*, Vol.26/1 pgs 117-127.
- Minton, Bernadette ; Kaplan, Steven** ; 1994 ; « Appointments of Outsiders to Japanese Boards : Determinants and Implications for Managers » ; *Journal of Financial Economics*, Vol.36 pgs 225-258.

- Molz, Rick** ; Oct 1995 ; « The Theory of Pluralism in Corporate Governance : A conceptual Framework and Empirical Test » ; *Journal of Business Ethics*, Vol.14/10 pgs 789-804.
- Morck, R. ; Shleifer, A. ; Vishny, R.** ; 1988 ; « Management ownership and market valuation : An empirical analysis » ; *Journal of Financial Economics*, Vol.20 pg 293-315.
- Mouck, T.** ; 1995 ; « Environmental reporting, democracy and environmentalism : a critique of the commodification of information » ; *Critical Perspectives on Accounting*, 6, 535-553.
- Murrell, Audrey ; Jones, Ray** ; Mar 2001 ; « Signaling Positive Corporate Social Performance » ; *Business and Society*, Vol.40/1 pgs 59-78.
- Olson, M.** ; 1965 ; « The logic of collective action » ; Cambridge, MA : Harvard University Press.
- Orlitzky, Marc ; Benjamin, John** ; Dec 2001 ; « Corporate Social Performance and Firm Risk : A Meta-Analytic Review » ; *Business and Society*, Vol.40/4 pgs 369-396.
- Ouchi, W.G.** ; 1980 ; « Markets, bureaucracies and clans » ; *Administrative Science Quarterly*, 25 : 129-141.
- Palia, Darius** ; 2001 ; « The Endogeneity of Managerial Compensation in Firm Valuation : A Solution » ; *The Review of Financial Studies*, Vol.14/3 pg 735.
- Pava, M.L. ; Krausz, J.** ; 1995 ; « Corporate responsibility and financial performance : The paradox of social cost » ; Westport, CT : Quorum.
- Power, Michael** ; 2003 ; « Auditing and the production of legitimacy » ; *Accounting, Organizations and Society*, Vol.28 pgs 379-394 .
- Pennings, Johannes ; Lee, Kyungmook ; Witteloostuijn, Arjen** ; Aug 1998 ; « Human Capital, Social Capital, and Firm Dissolution » ; *Academy of Management Journal*, Vol.41/4 pgs 425-440.
- Pfeffer, Jeffrey** ; Jun 1972 ; « Size and Composition of Corporate Boards of Directors : The Organization and its Environment » ; *Administrative Science Quarterly*, Vol.17/2 pgs 218-228.
- Rediker, Kenneth ; Seth, Anju** ; 1995 ; « Boards of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisms » ; *Strategic Management Journal*, Vol.16/2 pgs 85-99.
- Reiter, S.** ; 1994 ; « Beyond economic man : lessons for behavioral research in accounting » ; *Behavioral Research in Accounting*, 6, 163-185.
- Reiter, S.** ; 1998 ; « Economic imperialism and the crisis in financial accounting research » ; *Critical Perspectives on Accounting*, 9(2), 143-171.
- Richardson, Alan ; Gibbins, Michael ; Waterhouse, John** ; Spring 1993 ; « Strategic Financial Disclosure : Evidence from Labor Negotiations » ; *Contemporary Accounting Research*, Vol.9/2 pgs 526-550.
- Richardson, Alan ; Gibbins, Michael ; Waterhouse, John** ; Spring 1990 ; « The Management of Corporate Financial Disclosure : Opportunism, Ritualism, Policies and Processes » ; *Journal of Accounting Research*, Vol.28/1 pg 121
- Rob, Raphael ; Zemsky, Peter** ; Summer 2002 ; « Social capital, corporate culture, and incentive intensity » ; *The Rand Journal of Economics*, Vol.33/2 pgs 243-257.
- Romm, Norma** ; Sept/Oct 2002 ; « A Trusting Constructivist Approach to Systemic Inquiry : Exploring Accountability » ; *Systems Research and Behavioral Science*, Vol.19/5 pgs 455-467.
- Ruf, Bernadette ; Muralidhar, Krishnamurty ; Brown, Robert ; Janney, Jay et Paul, Karen** ; Dordrecht ; Jul 2001 ; « An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance : A stakeholder theory perspective. » ; *Journal of Business Ethics*, Vol.32/2 pgs 143-156.

- Ruf, Bernadette ; Muralidhar, Krishnamurty ; Paul, Karen ;** 1998 ; « The Development of a Systematic, Aggregate Measure of Corporate Social Performance » ; *Journal of Management*, Vol.24/1 pgs 119-133.
- Schiehl, Eduardo ;** Oct 2001 ; « The interdependence between performance measurement systems and governance structure : Evidence from choice of bonus plan performance measures » ; *HEC Ph.D Thesis*
- Schweiker, W.;** 1993; « Accounting for ourselves : accounting practice and the discourse of ethics »; *Accounting, Organizations and Society*, 18(2/3), 231-252.
- Selznick, P.;** 1996; « Institutionalism old and new »; *Administrative Science Quarterly*, 41 : 270-277.
- Sharfman, Mark ;** Mar 1996 ; « The Construct Validity of the Kinder, Lydenberg et Domini Social Performance Ratings Data » ; *Journal of Business Ethics*, Vol.15/3 pgs 287-296.
- Shearer, Teri ;** 2002 ; « Ethics and accountability : from the for – itself to the for – the- other » ; *Accounting, Organizations and Society*, Vol.27 pgs 541- 573.
- Shleifer, A.; Vishny, R.W.;** 1986; « Large shareholders and corporate control. »; *Journal of Political Economy*, 94 : 461-488.
- Simerly, Roy ; Thomas, Aniya ;** 1995 ; « Internal Determinants of Corporate Social Performance : The Role of Top Managers » ; *Academy of Management Journal*, pg. 411.
- Simon, R.;** 1987; « Accounting control systems and business strategy »; *Accounting, Organizations & Society*, 12 pgs 357-374.
- Spicer, B.H;** 1978;« Investors, corporate social performance and information disclosure: An empirical study»; *Accounting Review* 53, pgs 94-111.
- Spencer, B.A.; Taylor, G.S.;** 1987; « A within and between analysis of the relationship between corporate social responsibility and financial performance»; *Akron Business and Economic Review* 18(3), pgs 7-18.
- Stanwick, Peter et Stanwick, Sarah ;** West Haven ; Jan 1998 ; « The determinants of corporate social performance : An empirical examination. » ; *American Business Review*, Vol.16/1 pgs 86-93.
- Stanwick, Peter ; Stanwick, Sarah ;** May/June 2001 ; « CEO Compensation : Does It Pay to Be Green ? » ; *Business Strategy and the Environment*, Vol.10/3 pgs 176-182.
- Stinchcombe, A.;** 1968; « Constructing social theory »; Chicago : University of Chicago Press.
- Stroh, Linda ; Reilly, Anne ; Baumann, Joseph ;** Summer 1997 ; « The Interaction of Implied Contracts and Organizational Turbulence with Managers' Base Pay » ; *Journal of Applied Business Research*, Vol.13/3 pg1.
- Stuart, Hart ;** Oct 1995 ; « A Natural-resource-based view of the Firm » ; *Academy of Management Review*, Vol.20/4 pg 986.
- Stuart, Sim;** 2004; « Fundamentalism: The New Dark Age of Dogma »; London: Icon Books.
- Szwajkowski, Eugene ;** Dec 2000 ; « Simplifying the Principles of Stakeholder Management : The Three Most Important Principles » ; *Business and Society*, Vol.39/4 pgs 379-396.
- Szwajkowski, Eugene ; Figlewicz, Raymond ;** Summer 1999 ; « Evaluating Corporate Performance : A Comparison of the Fortune Reputation Survey and the Socrates Social Rating Database » ; *Journal of Managerial Issues*, Vol.11/2 pgs 137-154.
- Tinker, T.; Lehman, C.; Neimark, M.;** 1991; « Falling down the hole in the middle of the road : political quietism in corporate social reporting »; *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 4(2),28-54.
- Tomkins, Cyril ;** 2001 ; « Interdependencies, trust and information in relationships, alliances and networks » ; *Accounting, Organizations and Society*, Vol.26 pgs 161-191.

- Toms, J.S.** ; 2002 ; « The rise of modern accounting and the fall of the public company : the Lancashire cotton mills 1870-1914 » ; *Accounting, Organizations and Society*, Vol.27 pgs 61-64.
- Tosi, H.L.; Gomez-Mejia, L.R.**; 1989; «The decoupling of CEO pay and performance : An agency theory perspective »; *Administrative Science Quarterly*, 34, pgs 169-190.
- Trevino, L.K.; Weaver, G.**; 1999; «The stakeholder research tradition : Converging Theorists – Not Convergent Theory »; *The Academy of Management Review*, Vol. 24/2 pg. 222
- Trevino, L.K.; Weaver, G.**;2003; « Managing ethics in organizations : a social scientific perspective on business ethics »; Stanford University Press.
- Tversky, A.; Kahneman, D.**; 1974; « Judgment under uncertainty : Heuristics and biases »; *Science*, 185 : 1124-1131.
- Tversky, A.; Kahneman, D.**; 1981; « The framing of decisions and the psychology of choice»; *Science*, 211: 453-458
- Tversky, A.; Kahneman, D.**; 1992; «Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty»; *Journal of Risk and Uncertainty*, 5: 297-323.
- Uzzi, Brian** ; Aug 1996 ; «The Source and Consequences of Embeddedness for the Economic Performance of Organizations : The Network Effect » ; *American Sociological Review*, Vol.61/4 pg 674
- Vinten, Gerald** ; London ; 2002 ; « The stakeholder manager » ; *Management Decision*, Vol.38/6 pgs 377-383.
- Waddock, S.A.; Graves, S.**; 1994; « Institutional owners and corporate social performance »; *Academy of Management Journal*, 37 : 1034-1046.
- Waddock, S.A.; Graves, S.**; 1997; «The corporate social performance-financial performance link »; *Strategic Management Journal*, 18 : 303-317.
- Wagner, Richard** ; 2002 ; « Complexity, Governance and Constitutional Craftsmanship » ; *American Journal of Economics and Sociology*, Vol.61/1 pgs 105-122.
- Wang, J.; Dewhirst, H.D.**; 1992; « Boards of directors and stakeholder orientation »; *Journal of Business Ethics*, 11 : 115-123.
- Wang, J.; Coffey, B.S.**; 1992; « Board composition and corporate philanthropy»; *Journal of Business Ethics*, 11 (10) pgs 771-783,
- Wartick, S.L.; Cochran, P.L.**; 1985; « The evolution of the corporate social performance model »; *Academy of Management Review*, 10 : 758-769.
- Weber, Linda ; Carter, Allison** ; 1998 ; « On constructing Trust : Temporality, Self-Disclosure and Perspective-Taking » ; *The International Journal of Sociology and Social Policy*, Vol.18/1 pg7.
- Weick, K.E.**; 1969; « The social psychology of organizing »; Reading, MA : Addison-Wesley.
- Welker, Michael et Richardson, Alan** ; 2001 ; « Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital » ; *Accounting, Organizations and Society*, Vol.26 pgs 597-616.
- Wernerfelt, B.**; 1984; « A resource based view of the firm »; *Strategic Management Journal* 5, 171-180.
- Westphal, James** ; Sept 1998 ; « Board games : How CEOs adapt to increases in structural board independence from Management » ; *Administrative Science Quarterly*, Vol.43/3 pgs 511-537.
- Westphal, James ; Carpenter, Mason** ; Aug 2001 ; « The Strategic Context of External Network Ties : Examining the Impact of Director Appointments on Board Involvement in Strategic Decision Making » ; *Academy of Management Journal*, Vol.44/4 pgs 639-660.
- Westphal, J.D.; Edward, J.Z.**; 1994; « Substance and symbolism in CEOs' long-term incentive plans »; *Administrative Science Quarterly*, 39 : 367-390.

- Westphal, James ; Milton, Laurie** ; Jun 2000 ; « How Experience and network Ties Affect the Influence of Demographic Minorities on Corporate Boards » ; *Administrative Science Quarterly*, Vol.45/2 pgs 366-398
- Wijnberg, Nachoem** ; Dordrecht ; Jun 2000 ; « Normative Stakeholder Theory and Aristotle : The Link between Ethics and Politics » ; *Journal of Business Ethics*, Vol.25/4 pgs 329-342.
- Williamson, O.E.**; 1975; « Markets and hierarchies »; New York : Free Press.
- Williamson, O.E.; Winter, S.G.**;1991; « The nature of the firm : Origins, evolution and development »; New York : Oxford University Press.
- Wolfe, R.; Aupperle, K.**; 1991; « Introduction to corporate social performance: Methods for evaluating an elusive construct»; *Research in corporate social performance and policy*, V12, pgs 265-268.
- Wood,D.J.**; 1991a; « Corporate social performance revisited »; *Academy of Management Review*, 16 : 691-718.
- Wood, D.J.; Jones, R.E.**; 1995; « Stakeholder mismatching : A theoretical problem in empirical research on corporate social performance »; *The International Journal of Organizational Analysis*, 3 : 229-267.
- Wooldridge, Jeffrey** ; 1997 ; «Introductory Econometrics : A modern Approach » ; South-Western College Publishing.
- Wokutch, R.E.; Spencer, B.A.**; 1987; « Corporate saints and sinners: The effects of philanthropic and illegal activity on organizational performance»; *California Management Review* 29, pgs 62-77.
- Wright, Mike et Chiplin, Brian** ; New York ; Sep 1999 ; « Corporate governance and control : Beyond managerialism and marxism » ; *Human Relations*, Vol.52/9.
- Zaher, A.; Venkatraman, N.**; 1995; « Relational governance as an interorganizational strategy : An empirical test of the role of trust in economic exchange »; *Strategic Management Journal*, 16 : 373-392.
- Zingales, Luigi** ; Aug. 2001 ; « In Search of New Foundations » ; *The Journal of Finance*, Vol.LV, N°4 pgs 1623-1653.