

Le système légal et la qualité de l'information financière : histoire et théories sous-jacentes

Résumé : Les fraudes financières qui se produisent régulièrement et les dernières crises financières mettent en lumière la faiblesse des mécanismes réglementaires mis en place pour les éviter et la l'insuffisance des lois liées à la gouvernance des entreprises pour assurer une information fiable et pertinente répondant aux besoins des investisseurs. Dans cet article, nous examinons la relation théorique et historique entre le système légal et la qualité de l'information financière. D'abord, nous analysons les concepts juridiques utilisés dans la littérature financière et comptable. Ensuite nous exposons les fondements de la théorie juridico-financière et ses principales critiques. Subséquemment, nous abordons les principales théories rivales qui expliquent la qualité de l'information financière, notamment la théorie politique, la théorie institutionnelle et les autres explications institutionnelles dont la culture, le système économique et la normalisation comptable. L'objectif est d'approfondir la relation théorique entre le système légal et la qualité de l'information financière, d'évaluer sa solidité dans le contexte international actuel et de tirer des leçons pour l'avenir des réformes légales visant à assurer une information financière de qualité pour les besoins des investisseurs.

Mots clés: système légal, théorie juridico-financière, théorie politique, théorie institutionnelle, gouvernance, information financière.

The legal system and the quality of financial information: history and theoretical foundations

Abstract: The financial frauds and the last financial crisis highlight the defection of the legal systems and specifically the implementation of laws related to corporate governance to ensure reliable and relevant information for investors. In this paper, we examine the theoretical and historical relationship between the legal system and the quality of financial information. First, we analyze the legal concepts used in the literature of the quality of financial reporting. Then, we expose the foundations of law and finance theory and its main critics. Subsequently we discuss the main competing theories explaining the quality of financial reporting, including political theory, institutional theory and other institutional explanations such as culture, economic system and accounting standards. The objective is to deepen the theoretical relationship between the legal system and the quality of financial reporting, to assess its strength in the current international context and to learn lessons for the future legal reforms to ensure a quality financial reporting for the needs of investors.

Keywords: legal system, law and finance theory, political theory, institutional theory, governance, financial reporting.

I. INTRODUCTION

Les études internationales portant sur la qualité de l'information financière sont quasi-unanimes quant à l'importance de l'environnement institutionnel et légal en particulier, pour inciter les entreprises à publier une information financière de qualité (Ball *et al.* 2000; Ball *et al.* 2003; Leuz *et al.* 2003; Bushman et Piotroski, 2006; Burgstahler *et al.* 2006; Filip *et al.* 2015). Aujourd'hui, la question de la réglementation est au centre des préoccupations des autorités des marchés financiers et d'autres organismes responsables de garantir une information transparente aux investisseurs et d'instaurer un climat économique de confiance. Cette confiance est régulièrement ébranlée par des pertes importantes occasionnées par des scandales et crises financières.

Citons à ce titre le cas des États-Unis, qui ont émis la loi Sarbanes-Oxley en 2002, fixant des normes de gouvernance assez strictes à la suite du scandale Enron. Cependant, d'autres scandales financiers n'ont cessé de s'annoncer. L'année 2008 était particulièrement marquante avec l'affaire Lehman Brothers qui ont floué les investisseurs en surestimant leurs bénéfices de plus de 50 billions de dollars et en camouflant l'existence d'actifs toxiques d'une même valeur et l'affaire Bernie Madoff qui a occasionné une perte de 64.8 billions de dollars à ses investisseurs à la même année, menant à une crise financière se répercutant sur plusieurs places boursières à travers le monde. À ce titre, il est légitime de se poser la question de l'efficacité et l'efficience du système réglementaire, de façon générale, et des mécanismes réglementaires de gouvernance de l'information financière, de façon plus spécifique, pour éviter de telles crises et pour assurer une information financière pertinente et fiable destinée aux investisseurs.

Les réformes entreprises dans le monde révèlent une forte préoccupation de la part des autorités légales et réglementaires et des organismes de normalisation pour la fiabilité de l'information financière publiée par les entreprises. Cet intérêt trouve un écho sur le plan académique dans LaPorta *et al.* (2006) qui soulignent les avantages d'une telle information pour assurer la protection des investisseurs et le développement des marchés financiers. Djankov *et al.* (2008) arrivent aussi à la conclusion que les règles prônant une information exhaustive et facilitant leur mise en application, en proposant de compenser les investisseurs floués, profitent aux marchés boursiers.

L'objectif de l'étude est de jeter un regard historique sur la relation théorique entre le système légal et la qualité de l'information financière afin de comprendre l'origine et les explications de cette relation, d'évaluer sa solidité et de tirer des leçons pour l'avenir des réformes légales visant à assurer une information financière de qualité pour les besoins des investisseurs.

La compréhension du lien présent dans la littérature entre le système légal et la qualité de l'information financière passe obligatoirement par la compréhension de ce qu'est le système légal. Ainsi, tout d'abord, nous définissons le système légal. Ensuite, nous présentons la principale théorie qui développe le lien entre le système légal et la qualité de l'information financière, soit la théorie-juridico-financière. Dans la suite, nous abordons les explications rivales : la théorie politique, la théorie néo-institutionnelle, les autres facteurs institutionnels et la normalisation comptable. En effet, même si le système réglementaire semble prépondérant dans les explications de la qualité de l'information financière qu'on trouve dans la littérature, d'autres explications sont fortement présentes.

Cette analyse théorique permettra (1) d'approfondir la compréhension du lien entre le système légal et la qualité de l'information financière (2) d'estimer la solidité de la théorie juridico-financière et le rôle relatif de la sphère légale à assurer une information financière de qualité pour les investisseurs relativement à d'autres sphères institutionnelles et (3) de tirer des leçons pour le futur sur les réformes légales à entreprendre.

Ainsi, la première section revient sur les concepts juridiques de base utilisés dans les études internationales de la qualité de l'information financière. La deuxième section présente les fondements théoriques et l'histoire de la théorie juridico-financière. La troisième section analyse ses théories rivales, notamment la théorie politique, la théorie néo-institutionnelle et d'autres facteurs institutionnels dont la culture, la structure économique et la normalisation comptable. Enfin la quatrième section propose une synthèse théorique et les leçons à tirer en vue de l'amélioration de la qualité de l'information destinée aux investisseurs.

II. Concepts juridiques utilisés

La littérature internationale en comptabilité financière emprunte plusieurs termes juridiques au droit comparé. On traite de « régimes de droit », de « modèles de droit », de « systèmes juridiques », d'« origine légale », de « familles légales », etc. Leur définition est souvent prise pour acquise. En finance, la majorité des chercheurs considèrent le système légal/juridique des pays comme pouvant faire l'objet d'une classification universelle sous deux grands groupes juridiques dominants: le groupe des pays de *Common Law* (CL) de tradition anglaise et celui de droit civil (DC) des pays de l'Europe continentale et de leurs ex-colonies incluant ceux de l'Amérique latine (LaPorta, Lopez-De-Silanes, Shleifer et Vishny¹, 1997, 1998 et 2000).

Nous nous proposons, dans les sous-sections qui suivent, de clarifier ces concepts et d'analyser les bases de distinction des classifications de systèmes juridiques effectuées jusqu'à date par les chercheurs du droit comparé. Ces mêmes classifications sont utilisées pour expliquer la variation de la qualité de l'information financière (QIF) à travers les pays (Ali et Hwang, 2000; Ball *et al.* 2000; Leuz *et al.* 2003; Ball *et al.* 2003; Raonic *et al.* 2004; Haw *et al.* 2004; Burgstahler *et al.* 2006; Nabar et Boonlert-U-Thai, 2007; Bushman et Piotroski, 2006; Francis et Wang, 2008; Piot *et al.* 2011).

2.1. Le droit

La compréhension du droit d'une nation équivaut à la compréhension de la façon dont son peuple raisonne, la façon avec laquelle il appréhende la justice et la façon avec laquelle il gère ses relations sociales et économiques (David, 2002). Il est donc raisonnable de passer par l'étude du cadre légal d'un pays si l'on vise à décortiquer ses relations internes, à comprendre pourquoi les choses se passent d'une certaine manière et non d'une autre.

2.2. Le système juridique/légal

Selon le *Dictionnaire de la culture juridique*², le système juridique :

¹ Ci-après LLSV.

² Page, 701.

« ...n'est que le corps des règles qui sont en vigueur dans un ordre juridique et qui se réunissent en un ensemble structuré sur le plan formel (du point de vue de la validité et des sources comme du point de vue de l'organisation et des compétences) et coordonné sur le plan substantiel (du point de vue de la teneur des règles et de leurs articulation en institutions). »

Selon la même source, l'ordre juridique représente un ensemble homogène de relations et de valeurs généralement acceptés par un groupe d'individus. C'est un appareil commun de régulation des comportements permettant de former un corps social différencié. Donc, le système juridique ou le système légal est un ensemble structuré de règles formelles à l'intérieur d'un corpus de valeurs qui définissent les relations entre un groupe d'individus. Si l'on se permet l'interprétation de ces définitions, la notion d'« ordre juridique» a une portée morale, elle forme une base idéologique de régulation des relations sociales. Elle dénote le rôle que peuvent jouer la culture, la religion, les traditions, les croyances et l'histoire dans la conduite des relations sociales et économiques. Le système juridique vient s'imbriquer à un ordre juridique pour lui donner une structure formelle claire et se traduit en règles juridiques et institutions de réglementation. Le système est donc, plus tangible et plus accessible pour ceux qui voudraient analyser des relations dans un contexte légal donné ou dans des contextes légaux différents. Cette dichotomie de valeurs morales et de règles formelles varie d'un pays à un autre et suscite l'intérêt des chercheurs du droit comparé à créer différentes classifications des systèmes juridiques.

2.3. Classe légale – Famille légale

« La classification des droits a pour objet de réunir les droits qui ont suffisamment de points communs entre eux pour être inter-communicables... Cette inter-communicabilité permet des comparaisons particulièrement fines et rend assez facile les influences réciproques. »³

La classification légale cherche, en quelque sorte, à construire une carte juridique du monde. Le regroupement des pays en ensembles juridiques homogènes provient d'un besoin de simplification et de compréhension des grands traits juridiques pour ceux qui veulent aborder l'analyse de phénomènes sociaux, économiques, historiques, etc. et qui n'ont pas une connaissance approfondie de l'ordre juridique qu'ils abordent. En effet, le découpage juridique leurs procure une vision d'ensemble des traits généraux, à caractère -relativement- permanent, de

³ Fermont (2001); *Grands systèmes de droit étrangers*; p.5.

la réglementation qui gouverne les relations. Ceci assure une facilité d'accès et une économie en termes de temps et de coût de collecte d'information juridique détaillée.

Ce regroupement permet de rassembler plusieurs pays dans une même « classe » ou « famille » en se basant sur certains critères idéologiques (de l'ordre juridique) et techniques (du système juridique) afin de simplifier l'étude de relations à un niveau international. Plus ces critères sont nombreux, plus le découpage est exact mais plus les sous-groupes sont nombreux.

Nous constatons que la notion de « classes » connote l'utilisation de critères techniques de découpage tel que la source de droit, la façon dont les règles sont construites et appliquées et les institutions de réglementation (David, 2002). Le découpage en « familles » fait, plutôt, intervenir des critères d'ordre historique, culturel et « génétique » des nations. En droit comparé, il existerait trois types de classifications des systèmes de droit : les classifications techniques, les classifications idéologiques et les classifications mixtes.

2.3.1. Les classifications techniques

Dans ce type de classifications, le découpage se base sur la divergence dans la technique de production des règles de droit (Rodière, 1979). À titre d'exemple, le droit français diffère du droit anglais par le fait que le premier se base sur la législation écrite et que le deuxième se base sur la jurisprudence. En droit français, les relations sont régies par des lois préconçues et des codes écrits contrairement au droit anglais, où les relations sont régies par les coutumes et où, pour chaque cas, des décisions judiciaires sont émises dépendamment des circonstances.

Citons ici l'exemple de la classification effectuée par Vanderlinden (1983) qui utilise quatre sources de droit : les lois, la jurisprudence, la doctrine et les coutumes; et identifie le poids relatif de chaque source dans la réglementation de la vie sociale du pays. Un autre exemple de classification technique est celui d'Arminjon *et al.* (1950). Ces auteurs suggèrent de faire abstraction des facteurs extérieurs pour se concentrer sur un découpage structurel fondé sur la divergence des normes et des institutions juridiques. Leur classification aboutit à la formation de sept groupes : Français, germanique, scandinave, CL, islamique, hindou et soviétique. Quoique ces groupes puissent diverger en termes de techniques d'application de la justice, nous pouvons

voir que les trois derniers groupes –islamique, hindou et soviétique- connotent des découpages religieux et idéologiques fondamentaux. La technique juridique choisie par un peuple semble, ainsi, être difficilement détachable de sa culture et de ses idéologies.

2.3.2. Les classifications idéologiques

Rodière (1979) appelle ce type de classification « *Regroupement dû à la divergence dans l'esprit des règles de droit* ». A ce titre il cite un exemple de la règle d'après laquelle un tuteur est chargé d'administrer le patrimoine du pupille. Dans un premier système juridique, cette règle peut viser la protection du mineur car on craint qu'il en fasse mauvais usage. Dans un deuxième système, cette règle peut, plutôt, viser la protection de la famille du mineur de crainte que celui-ci ne cause sa ruine. Donc, la règle peut être la même mais l'idée qui la sous-tend diffère d'une classe à une autre. La vision idéologique valorise l'importance du facteur naturel et géographique dans la formation des lois. Par exemple, selon Rodière, lorsque la réglementation est fortement influencée par la dépendance à certaines ressources, le système juridique est statique. Par contre, lorsque la réglementation résulte de la volonté des forces politiques elle est généralement révolutionnaire, ouverte aux changements et peut plus facilement avoir une vocation d'unification internationale.

Le facteur idéologique peut aussi faire allusion au rôle joué par le droit dans une société et à son enracinement dans l'histoire et la culture. Merryman (1969) présente les systèmes juridiques en se basant sur la nature et le rôle du droit. Ainsi le « système occidental » est un système dont le droit joue un rôle prépondérant dans l'organisation de la société comparativement à d'autres « systèmes non occidentaux ». Dans ces derniers, souvent, la religion et la morale s'y substituent. Merryman cite l'exemple du Japon où le recours à la justice est perçu de manière négative par la société et où une bonne partie des problèmes est réglée de façon informelle.

2.3.3. Les classifications mixtes

Ce sont des classifications où le découpage des systèmes de droit se base à la fois sur des critères techniques et des critères idéologiques. Selon Glendon *et al.* (1994)⁴ plusieurs critères de

⁴ Cité par LLSV (1998), p. 1118.

classification sont utilisés dont 1) la base historique et les développements du système légal, 2) les théories et hiérarchies des sources de droit, 3) la méthodologie de travail des juristes dans le système légal, 4) les caractéristiques des concepts de droit utilisés par le système, 5) les institutions juridiques du système et 6) les divisions de droit utilisées dans le système. Certains travaux de classifications regroupent plusieurs de ces critères à la fois. Dans cet esprit, David (2002) suggère que :

« Il est nécessaire, pour qui veut prendre en considération un droit étranger d'avoir présent à l'esprit que le droit, tel qu'il apparaît dans ses sources formelles, ne constitue pas le seul facteur servant à modeler les relations sociales...d'autres principes entrant en jeux pour régler les rapports sociaux. »

Selon ce raisonnement, seule l'idéologie ou seules les sources formelles de droit ne suffisent pour identifier une classe ou famille de droit. Souvent, les sources formelles de droit sont guidés par la culture, l'histoire et les idéologies sociales d'un peuple. David (2002) va jusqu'à affirmer que le droit, codifié ou non, peut ne former qu'une simple façade à la recherche de légitimité dans certaines nations et que ce qui compte dans la réglementation des rapports sociaux peut être l'arbitrage de certaines autorités religieuses ou communautaires ou le contrôle par le pouvoir politique. Une classification qui réussit à prendre en considération plusieurs critères de distinction juridique saurait donner une idée plus exhaustive sur le système en question.

Sans doute, la classification mixte la plus marquante dans l'histoire du droit comparé est celle de David et Brierly (1950)⁵. Elle aboutit à la formation de six familles de droit : la famille romano-germanique, la famille anglo-américaine, la famille nordique (scandinave), la famille socialiste, la famille de l'Extrême-Orient (Japon et Chine) et la famille des systèmes traditionnels et religieux. Une étude relativement récente, effectuée par ces mêmes auteurs en 1985, conclut que les familles dominantes dans le monde sont les familles de droit anglais, droit français, droit allemand et droit scandinave. Les trois dernières prennent leur origine au droit romain et forment de ce fait le groupe de DC et la famille de droit anglais forme le groupe de CL. Ils reconnaissent l'existence de deux autres groupes de droit, néanmoins, moins présents sur le plan international : le groupe du droit islamique qui existe dans certains pays du Golfe et le groupe du droit socialiste qui persiste dans quelques pays asiatiques.

⁵ D'après David (2002).

a) Le système de CL : Il regroupe des pays où le droit jurisprudentiel prévaut dans les domaines du droit commun. Dans ces régimes, les juges « font » la loi. Leurs décisions sont prises sur la base du principe du « précédent » appelé aussi « *stare decisis* ». Ce principe signifie que dans le cas où une cour a pris un jugement dans un conflit précis, le même jugement doit être appliqué si un conflit semblable se présente dans le futur. La liberté dont les juges sont dotés fait en sorte que le système CL soit un système qui évolue au rythme des faits présents. Néanmoins, le groupe de CL se base aussi sur des lois votées par le parlement. Aujourd'hui il englobe plusieurs pays dont la Grande-Bretagne (à l'exception de l'Écosse), les États-Unis (à l'exception de la Louisiane), le Canada (à l'exception du Québec), l'Australie, Hong Kong, la Nouvelle Zélande, la Malaisie, le Kenya, le Zimbabwe.

b) Le système de DC : Contrairement aux pays de CL, les pays de DC ont un droit codifié. Les juges ne « font » pas la loi mais appliquent et interprètent la loi déjà écrite. Le DC prend ses origines au droit romain et est souvent accusé de rigidité : ses règles de base sont écrites depuis le 19^e siècle et restent applicables jusqu'aujourd'hui. En pratique, ces codes ne peuvent englober tous les cas de conflits possibles et les juges doivent combler le silence en appliquant un raisonnement par analogie aux règles codifiées, un raisonnement souvent marqué par une forte influence politique de l'état et des groupes d'intérêt. Le découpage du groupe de DC en familles par David et Brierly (1985) prend ses origines dans la distinction historique des codes utilisés. Ainsi, la famille de droit français se base sur le code de Napoléon (1804) et englobe des pays européens comme la France, l'Italie, la Belgique, l'Espagne, certains pays de l'Afrique de l'Est comme la Jordanie ainsi que des pays de l'Amérique Latine tel que le Brésil, le Chili et le Mexique. La famille de droit allemand prend ses spécificités au code de Bismark (1896) et comprend l'Allemagne, l'Autriche, la Suisse, le Japon, Taiwan et la Corée du Sud. Enfin, la famille de droit scandinave est un cas spécial qui ne prend pas exclusivement ses origines au droit romain et comprend, notamment, le Suède, la Norvège, le Danemark et la Finlande.

La Classification de David et Brierly (1985) est reprise par les chercheurs de la théorie juridico-financière, notamment, LLSV (1997) et (1998) et LaPorta *et al.* (2006) pour fonder la relation entre le régime légal et le développement des marchés financiers. LLSV utilisent la terminologie « *Legal origin* » pour désigner le corpus de droit d'une nation : ses sources de réglementation et son ordre juridique avec une certaine emphase sur le caractère historique. Cette classification est également reprise par des chercheurs en comptabilité financière pour fonder le lien entre le

régime légal et la qualité de l'information financière (Ali et Hwang, 2000; Ball *et al.* 2000; Ball *et al.* 2003; Bushman et Piotroski, 2006; etc.).

En revanche, nous soulevons, que les travaux de classification sont limités. Premièrement, les chercheurs de droit comparé se sont astreints à quelques critères de classification et ont ignoré certaines facettes du système juridique. La prise en considération de tous les critères d'un système de droit pourrait aboutir, à la limite, à la création d'une classe pour chaque pays ou division de pays et ainsi compliquer la tâche des chercheurs au lieu de la simplifier. Deuxièmement, les critères de classification sont sujets à des changements à travers le temps et une classification ne peut pas être définitive, la disparition du modèle de droit soviétique en est une preuve éloquente. De plus, le mouvement d'harmonisation des systèmes de droit à travers le globe ne cesse d'avancer avec la mondialisation. Malgré ces limites, les résultats des classifications des systèmes juridiques ont servi de balise aux chercheurs en finance et en comptabilité pour établir une influence sur la QIF.

III. La théorie juridico-financière

La théorie juridico-financière utilise une classification des systèmes de droit, afin d'expliquer des phénomènes purement économiques et financiers. En réalité, le courant des recherches juridico-financières se donne pour objectif de comprendre le rôle du régime légal dans la protection des investisseurs, le développement des marchés financiers et, par ricochet, la croissance économique des nations (Shleifer et Vishny, 1997 ; LLSV, 1997, 1998 ; LaPorta *et al.* 2006). Ce courant conclut que le régime légal n'est pas sans effet et que la thèse de *neutralité du droit*, telle qu'induite par le théorème de Coase, n'est pas totalement vérifiée. Plus précisément, il soulève la supériorité du régime de CL sur celui du DC en ce qui a trait à la protection des droits des investisseurs, au développement des marchés financiers et à la croissance économique des nations.

3.1.L'hypothèse de la neutralité du droit

C'est une hypothèse qui découle des travaux de Ronald Coase de 1937 « *The nature of the firm* » et de 1960 « *The problem of social cost* ». Le corollaire de ces œuvres, appelé théorème de Coase se résume en ces termes :

« Dans un monde où les coûts de transaction sont nuls, l'allocation des droits de propriété se fera automatiquement de manière optimale, par le jeu des échanges et des marchandages auxquels les agents procèdent, et ceci quel que soit la répartition initiale de ces droits »⁶

La thèse coasienne fonde l'idée selon laquelle l'État/le pouvoir, représenté par la loi, ne doit pas intervenir en cas de défaillance du marché tant que les coûts de transaction sont nuls. Étant donné que les coûts de transaction existent dans le monde réel, l'État peut intervenir pour réglementer l'économie si deux conditions sont réunies :

- 1) les coûts de transactions engendrés par l'intervention de l'état (la loi) sont inférieurs aux coûts de toute autre solution possible.
- 2) Les bénéfices résultant de l'intervention de l'état (la loi) sont supérieurs aux coûts de transactions engendrés par cette intervention.

En d'autres termes, selon la thèse coasienne, optimalement, il faut laisser le libre jeu de marchandage réaliser l'efficacité économique. Donc, la politique optimale de gouvernance d'une économie sans coûts de transactions, est celle de non réglementation des marchés (Stigler, 1964). Or dans le monde réel, les transactions ne se font pas sans coût, elles sont même souvent très coûteuses (Coase, 1960).

L'hypothèse d'efficacité du droit CL, impliquée par l'hypothèse de neutralité du droit, suggère que là où les coûts de transactions sont non nuls, l'intervention des autorités réglementaires des systèmes CL peut être bénéfique pour l'économie. Cette efficacité de la CL est justifiée par deux arguments (Deffains et Guigou, 2002). Premièrement, dans les systèmes CL les juges anglo-saxons sont les créateurs de la loi et considèrent la réalisation de l'efficacité et la maximisation de la richesse globale comme un objectif primordial dans la prise de leurs décisions. Lors de conflits, ils tranchent les litiges en assimilant une situation de libre marchandage où les agents agissent de façon coopérative. Dans un tel cas, l'allocation des ressources se fait de façon efficace comme si la transaction conflictuelle s'effectuait dans un monde sans coûts de transactions. Deuxièmement, le système CL est capable de transformer les

⁶ Wikipedia http://fr.wikipedia.org/wiki/Th%C3%A9or%C3%A8me_de_Coase

règles inefficaces en règles efficaces : certaines règles créent des coûts de transaction très élevés de façon à ce que les parties en conflit gagneraient à négocier pour arriver à un arrangement plus efficace. Selon Deffains et Guigou (2002), la CL instaure ainsi un mécanisme de sélection des règles basé sur l'efficacité économique.

En résumé, l'hypothèse de neutralité du droit sous-entend que le droit n'influence pas l'économie. Le droit peut agir uniquement sur la répartition des ressources mais pas sur l'allocation des richesses. Une hypothèse remise en question, plus tard, par une série de papiers parus dans le *Journal of finance* pendant les années 1990 et créant la théorie juridico-financière.

3.2.Histoire de la théorie juridico-financière

La série de travaux de LLSV 1997, 1998, et 2000 marque le début d'un nouveau courant de recherche dans l'économie du droit. Les premières idées datent du 18^e siècle dans les écrits de Karl Marx et Adam Smith. Ces érudits suggèrent qu'il faut prendre en considération les relations entre la sphère économique où se font les transactions et la structure juridique et politique environnante.

Pendant le 20^e siècle, l'école institutionnaliste développée aux États-Unis approche les interrelations entre les sphères juridique et économique de façon positive. Ainsi pendant les années 60, l'école de Chicago marque un apport indéniable grâce à des chercheurs comme Posner, Becker et Stigler⁷. On utilise des outils économiques pour décrire et prédire l'impact de la réglementation sur le comportement des agents économiques et on tente d'expliquer le choix de lois et règles en utilisant les arguments de l'efficacité économique. Cette approche a évolué, par la suite, pour utiliser un raisonnement normatif : on cherche de plus en plus à faire des recommandations juridiques et politiques en se basant sur des calculs d'efficacité économique.

Contrairement à l'hypothèse de la neutralité du droit, ce courant de recherche semble appuyer une idée centrale : le droit affecte l'allocation des ressources dans l'économie, pour cela, il est recommandé d'analyser les répercussions économiques de toute règle ou loi avant sa promulgation.

⁷ D'après *Encyclopedia of business, ethics and society*.

3.3. Principaux apports de LLSV : « Law matters »

3.3.1. Fondement du raisonnement LLSV : une approche légale de la gouvernance

Partant des travaux de Modigliani et Miller (1958)⁸, Rajan et Zingales (1995)⁹, Modigliani et Perotti (1996)¹⁰ et Shleifer et Vishney (1997), la logique de base de la théorie juridico-financière se donne pour objectif d'expliquer le développement des marchés et l'efficacité économique à travers l'établissement d'un système solide de gouvernance.

Pendant le dernier demi-siècle, les entreprises deviennent de plus en plus ouvertes et les problèmes d'agence ne cessent de s'accroître à cause de la séparation croissante entre la propriété des capitaux et le contrôle des ressources. Un bon système de gouvernance doit pouvoir protéger les actionnaires minoritaires contre l'expropriation des richesses par les dirigeants et les actionnaires majoritaires et préserver leurs droits fondamentaux (LLSV, 2000). Aux termes du rapport de l'OCDE (2004), ces droits sont essentiellement :

« 1) de bénéficier de méthodes fiables d'enregistrement de leurs titres; 2) de pouvoir céder ou de transférer des actions; 3) d'obtenir en temps opportun et de façon régulière des informations pertinentes et significatives sur la société; 4) de participer et de voter aux assemblées générales des actionnaires; 5) d'élire et de révoquer les administrateurs; et 6) d'être associés au partage des bénéfices de la société. »¹¹

LLSV se basent particulièrement sur deux papiers séminaux fondant la théorie de la firme et la théorie de l'agence : Modigliani et Miller (1958) et Jensen et Meckling (1976). Le premier suggère que les firmes sont un ensemble d'actifs et que les titres détenus (actions et obligations) confèrent naturellement, à leurs détenteurs, le droit aux cash-flows générés par ces actifs. Le deuxième, conçoit une théorie contractuelle de la firme selon laquelle, la firme est un ensemble de contrats par lesquels les apporteurs de fonds (investisseurs) détiennent un droit résiduel de contrôle des ressources mais peuvent être lésés par l'abus de consommation des avantages par les dirigeants. Selon Jensen et Meckling (1976), les investisseurs ou «principaux» sont défavorisés par rapport aux gestionnaires ou «agents» qui détiennent une information supérieure

⁸ Cité par LLSV (1997).

⁹ Idem.

¹⁰ Idem.

¹¹ Rapport de l'OCDE (2004), p.18.

concernant la performance de l'entreprise et qui peuvent, dès lors, effectuer des manœuvres afin de s'accaparer les richesses créées et léser ainsi les détenteurs résiduels des capitaux. Cette asymétrie d'information dans les relations contractuelles principal-agent est à l'origine des problèmes de d'anti-sélection (*Adverse selection*) et d'aléa moral (*moral hazard*).

Le *moral hazard* a été clairement évoqué dans le travail de Holmlström (1979). Selon lui, les gestionnaires, rémunérés en fonction de leur effort de production, sont les seuls à connaître le niveau d'effort fourni. La non observabilité de ces efforts et de leurs conséquences possibles par les investisseurs est susceptible de générer des pertes pour ces derniers lorsque leurs intérêts divergent de ceux des gestionnaires. Le *moral Hazard* est ainsi un problème survenant ex-post à la conclusion de la relation contractuelle. La sélection adverse est un problème, survenant ex-ante à la relation contractuelle. Il s'agit d'un manque à gagner pour une partie contractante à cause qu'elle ne dispose pas de toute l'information nécessaire pour faire des choix économiques éclairés. Ces informations concernent, par exemple, le niveau de risque encouru dans la relation contractuelle, et sont déterminantes dans la fixation des termes contractuels. Dans le cadre d'une firme où la propriété est séparée du contrôle des ressources, l'asymétrie d'information est ainsi un point fondamental permettant aux initiés (*insiders*) : dirigeants et/ou actionnaires majoritaires, de s'approprier les richesses aux dépens des actionnaires minoritaires (Grossman et Hart, 1988).

La répartition des richesses n'est donc pas spontanée. Elle est limitée par le problème d'asymétrie d'information : une situation qui peut largement affecter la confiance des investisseurs, et possiblement la croissance économique et le développement des marchés financiers. Ainsi, les marchés auraient besoin de mécanismes qui gouvernent les comportements opportunistes des parties liées pour assurer une meilleure répartition des richesses.

La théorie juridico-financière croit à la capacité de la réglementation des marchés et de la mise en application des lois d'assurer une protection juridique aux détenteurs de capitaux contre l'opportunisme potentiel des gestionnaires et des actionnaires majoritaires. En ce sens LLSV (2000) écrivent:

« The legal approach to corporate governance holds that the key mechanism is the protection of outside investors -whether shareholders or creditors- through the legal system, meaning both laws and their enforcement »¹²

Or un système solide de gouvernance doit aller de pair avec le système juridique dans lequel il s'imbrique. Conformément aux principes de gouvernance instaurés par l'OCDE :

« Le régime de gouvernement d'entreprise devrait concourir à la transparence et à l'efficacité des marchés, être compatible avec l'état de droit et clairement définir la répartition des compétences entre les instances chargées de la surveillance, de la réglementation et de l'application des textes »¹³.

Ainsi, pour être efficace, la promulgation de règlements et de lois qui protègent les investisseurs doit se faire en concordance avec le système juridique du pays de domiciliation du marché financier en question. Ce système doit lui-même, assurer la mise en application de ces réglementations et lois.

3.3.2. Les questions de la théorie juridico-financière

LLSV cherchent à expliquer la variation de la taille des marchés financiers, la différence des structures financières (économies basées sur le marché versus économies basées sur le système bancaire) et le rôle de la protection des actionnaires et des créanciers dans la gouvernance des entreprises et le développement des marchés¹⁴. Leur hypothèse de base est l'incomplétude des contrats et la nécessité de mécanismes de gouvernance qui assurent le bon fonctionnement des marchés.

LLSV (1997) se posent des questions comme : qu'est ce qui explique que le Royaume-Uni et les États-Unis ont de grands marchés boursiers, alors que d'autres pays très développés, comme l'Allemagne et la France, n'ont que des marchés boursiers restreints ? Qu'est ce qui explique que l'Allemagne et le Japon ont des systèmes bancaires très développés comparativement à d'autres empires économiques comme les États-Unis? Ils posent les hypothèses selon lesquelles 1) les

¹² LLSV (2000), p. 4.

¹³ Rapport de l'OCDE (2004)., p.17.

¹⁴ Dans les travaux de LLSV, le mot « investisseurs » réfère à la fois aux actionnaires et aux créanciers. C'est ainsi que la protection des investisseurs est mesurée par le niveau de protection légale des actionnaires et le niveau de protection le légdes créanciers.

pays assurant le plus haut niveau de protection des investisseurs ont les marchés financiers les plus développés et 2) les pays assurant le plus grand degré de protection des créanciers ont les marchés bancaires les plus développés. Ils testent l'impact de l'origine légale, de la qualité de protection des droits des actionnaires, de la qualité de protection des droits des créanciers et de la mise en application des règles (*enforcement*) sur le recours au financement externe par les entreprises et le développement des marchés.

Dans leur papier suivant, LLSV (1998) se posent des questions plus précises sur la protection des investisseurs : 1) Quelles sont les lois et règles qui déterminent le niveau de protection des investisseurs dans une nation ? 2) Quelle est l'origine de ces lois et règlements ? 3) Quelles sont les différences de protection des investisseurs et de mise en application des réglementations entre les pays appartenant à différentes familles légales ?

Au total, 49 pays sont examinés. Le niveau de protection des investisseurs est susceptible d'expliquer, non seulement pourquoi les firmes diffèrent en termes de politique de financement, mais aussi d'expliquer la structure de propriété, la valeur des titres¹⁵ et les droits de vote. Ainsi LLSV s'attendent à ce que les pays offrant plus de protection légale aux actionnaires, notamment, la possibilité de recours collectif contre les dirigeants, instaurent plus de confiance sur le marché financier et encouragent les petits investissements. Ceci est susceptible de favoriser une structure de propriété de plus en plus dispersée des firmes. Découle de ceci le questionnement sur la possibilité que la structure de propriété puisse être un substitut à la protection légale des investisseurs dans certains pays.

Dans un autre papier LaPorta *et al.* (2006) examinent l'importance de la question légale dans le niveau de développement des marchés d'un angle de vue différent. On ne s'intéresse pas uniquement au niveau de protection légale des investisseurs mais aussi à la mise en application privée et publique des lois. La mise en application privée des lois (*private enforcement*) se fait par des institutions spécialisées qui peuvent exiger la divulgation d'information supplémentaire¹⁶. La mise en application publique (*public enforcement*) se fait de façon plus

¹⁵ LLSV (1998) citent l'exemple des firmes russes dont la valeur des titres a considérablement chuté suite à la privatisation. Selon des estimations, la valeur de ces titres est devenue 100 fois plus petite que la valeur des titres de firmes équivalentes établies dans des pays occidentaux.

¹⁶ Il s'agit notamment d'exiger la divulgation d'informations relatives à la gouvernance et de fixer des normes claires de responsabilité civile en cas de litige. Exemples d'informations relatives à la gouvernance 1) un prospectus

générale par des institutions publiques qui ne se spécialisent pas forcément dans les litiges contractuels économiques et financiers. À titre d'exemple le droit criminel d'un pays peut être un moyen de mise en application publique de la loi en permettant d'imposer des sanctions criminelles (amendes et emprisonnement) aux dirigeants ayant lésé des actionnaires.

Les questions posées par LaPorta *et al.* (2006) sont : 1) Quel type de lois imposer et comment standardiser le processus contractuel ? Y-a-t-il un rôle joué par les lois exigeant la divulgation d'information relative à la gouvernance ? Quel est le rôle de la mise en application privée versus la mise en application publique des lois dans la détermination du niveau de développement des marchés ?

En résumé, toutes les questions de la théorie juridico-financière tournent autour du lien entre le système légal et le développement financier. Si l'on peut reformuler toutes ces questions en une seule ce serait en ces termes : Quelles sont les spécificités d'un système juridique qui favorise un meilleur développement économique des marchés financiers?

3.3.3. Les réponses de la théorie juridico-financière

L'importance de la question de protection légale des investisseurs dans la gouvernance des entreprises est clairement soulevée par Shleifer et Vishny (1997)¹⁷. Ces auteurs définissent les mécanismes de gouvernance en ces termes : « *Corporate governance mechanisms are economic and legal institutions that can be altered through the political process* »¹⁸. À la base, selon Shleifer et Vishny (1997), les mécanismes de gouvernance sont des institutions économiques et légales qui peuvent subir l'influence du processus politique et qui servent à protéger les investisseurs contre les abus possibles des dirigeants. Quoique ces chercheurs croient à la

d'information préalable à la vente de titres sur le marché, 2) la rémunération des principaux dirigeants, 3) le nom et la part de capital détenue par les principaux actionnaires, 4) la part de capital détenue par les principaux dirigeants, 5) les contrats établis en dehors de l'activité d'exploitation principale de l'entreprise et 6) les transactions effectuées avec les personnes liées. Exemples de normes de responsabilité civile des dirigeants, émetteurs de titres ou auditeurs : la loi précise à qui incombe la preuve de négligence, de mauvaise intention, de lien de causalité entre la négligence commise et le dommage.

¹⁷ Au sens de Shleifer et Vishny (1997) les investisseurs englobent tous les bailleurs de fonds (actionnaires et créanciers).

¹⁸ Shleifer et Vishny (1997), p. 738.

capacité de la compétition à contrôler les dirigeants¹⁹, ils doutent qu'elle soit suffisante pour résoudre le problème de gouvernance des entreprises. Ils proposent alors des solutions d'accompagnement.

Les deux approches les plus communément reconnues sont : 1) la protection légale des investisseurs, qui leur permet un certain pouvoir de contrôle des dirigeants et 2) la concentration de propriété. Cette deuxième solution peut, en quelque sorte, « se substituer » à la protection légale des investisseurs, étant donné que le cumul des droits de contrôle associés aux droits de propriété confère à son détenteur un pouvoir significatif de contrôle des décisions managériales. Ainsi, les actionnaires majoritaires ont moins besoin de protection légale que les actionnaires minoritaires dont les droits de contrôle du capital sont limités. En revanche, cette solution pose un problème majeur de gouvernance : les actionnaires majoritaires peuvent eux même avoir tendance à profiter de leur pouvoir et léser les actionnaires minoritaires. Pour cette raison, un système optimal de gouvernance devrait assurer un certain équilibre entre protection légale des actionnaires minoritaires, protection légale des actionnaires majoritaires et concentration de propriété, dépendamment de l'environnement institutionnel. La protection légale des actionnaires apparaît ainsi, comme un élément déterminant des différences entre les nations en termes qualité de la gouvernance.

LLSV (1997) analysent la relation entre le niveau de protection des investisseurs, le niveau de protection des créanciers et le niveau de développement financier dans 49 pays. Ils reprennent la classification de David et Brierly (1985) et regroupent les pays en deux classes légales : CL et DC. Le groupe des pays de DC est divisé en trois familles légales : la famille de droit français, la famille de droit scandinave et la famille de droit allemand.

Les résultats révèlent que l'accès au financement sur le marché financier est très significativement lié avec une meilleure protection des droits des actionnaires et un meilleur degré de mise en application des lois. L'accès à l'endettement ne montre pas de relation significative avec le niveau de protection des créanciers mais se révèle significativement lié à un

¹⁹ Selon Shleifer et Vishny (1997), la poursuite de l'objectif de compétitivité sur le marché détourne l'attention des dirigeants et les mettrait dans une course où chaque dollar doit être investi à la bonne place et au bon moment. L'attention et l'effort fournis par les dirigeants pour l'expropriation des richesses sont ainsi minimisés. Cependant, en réalité, la compétitivité ne se réalise pas à la minute près et la production de chaque entreprise peut être très spécifique laissant le temps et la latitude aux parties internes de profiter des ressources existantes.

meilleur degré de mise en application des lois. Les résultats concernant la classification des pays par origine légale sont assez révélateurs. LLSV suggèrent que les marchés de capitaux les plus développés se trouvent dans les pays de droit CL et coïncident avec un niveau élevé de protection légale des actionnaires²⁰. Suivent les marchés financiers des pays de droit scandinave qui coïncident avec un niveau élevé de mise en application des lois. Les résultats suggèrent aussi que l'accès au système bancaire est plus favorisé dans les pays de droit allemand coïncidant avec un niveau élevé de respect de l'application des règles et un niveau relativement élevé de protection des droits des créanciers. Ces constats sont présentés dans le tableau I qui suit.

À titre d'exemple, la capitalisation boursière détenue par les actionnaires minoritaires représente en moyenne 60% du Produit national brut (PNB) dans les pays CL. Elle représente 46% du PNB dans les pays de droit allemand, 30% du PNB dans les pays de droit scandinave et uniquement 21% du PNB dans les pays de droit français. La mise en application des règles prend le score le plus élevé (10) dans les pays de droit scandinave et le score le moins élevé (6,05) dans les pays de droit français.

Tableau I. Résultats de LLSV (1997)²¹

Origine légale	Développement du marché des capitaux			Développement du marché bancaire	Mise en application des règles	Protection des droits des actionnaires		Protection des droits des créanciers
	Ext. cap / PNB	Domestic firms / pop	IPOs / pop			Debt / PNB	<i>Rule of law</i>	
CL(18)	0,60	35,45	2,23	0,68	6,46	3,39	0,22	3,11
Français (21)	0,21	10,00	0,19	0,45	6,05	1,76	0,24	1,58
Allemand (6)	0,46	16,79	0,12	0,97	8,68	2,00	0,33	2,33
Scandinave(4)	0,3	27,26	2,14	0,57	10,00	2,50	0,00	2,00

*Origine légale : il y a 18 pays CL, 21 pays de droit français, 6 pays de droit allemand et 4 pays de droit scandinave.
 *Le niveau de développement des marchés des capitaux est mesuré par 1) Ext.cap/PNB : la capitalisation boursière

²⁰ Le niveau de développement des marchés est mesuré de trois manières : 1) la capitalisation boursière en pourcentage du Produit national brut (PNB) ; 2) le nombre d'entreprises cotées en pourcentage de la population et 3) le nombre de nouvelles introductions en bourse en pourcentage de la population. Dans les trois cas, la mesure est la plus élevée dans les pays d'origine légale CL.

²¹ Les informations sont extraites du tableau II dans LLSV (1997), p. 1138. Seules les moyennes des mesures des variables par origine légale sont présentées. Le détail des mesures pour chaque pays se trouve au tableau II, dans LLSV (1997), p. 1138.

détenue par les actionnaires minoritaires (autres que les trois premiers actionnaires) par dollar du PNB en 1994, 2) Domestic firms/pop : le nombre d'entreprises locales par million d'habitant en 1994 et 3) IPO's/pop : le nombre de nouvelles introductions en bourse par million d'habitant en 1995-1996.

*Le niveau de développement du marché bancaire est mesuré par Debt/PNB : le total des dettes bancaires du secteur privé et des obligations des entreprises non financières par dollar du PNB en 1994.

*La mise en application des règles est mesurée par « *rule of Law* », un indice de 0 à 10, évaluant la loi et l'ordre dans un pays entre 1982 et 1995. Source : *International Country Risk Guide*. Plus l'indice est élevé, plus la loi et l'ordre sont élevés dans le pays.

*La protection des droits des actionnaires est évaluée par deux mesures : ADRI et *one share one vote*, définis plus loin dans ce chapitre.

*Le niveau de protection des droits des créanciers est mesuré par *Creditor Rights* : un indice de 0 à 4, égal à la somme des quatre sous-scores suivants. 1) En cas d'insolvabilité, les créanciers ont le droit de refuser la réorganisation (1/0) ; 2) le créancier peut se désengager en vendant le bien auquel sa sûreté est affectée (1/0) ; 3) Le dirigeant actuel ne peut contrôler l'entreprise pendant le redressement (1/0) ; 4) La priorité de remboursement est respectée (1/0). Source : *Company Law or Bankruptcy Laws* et LaPorta *et al.* (1996).

Selon LLSV (1998) le premier facteur déterminant les lois de protection des investisseurs est l'origine légale. Dans chaque pays, il existe deux types de relations à régler : 1) les relations internes (entre les actionnaires et les dirigeants) et 2) les relations externes (entre l'entreprise et les créanciers). Dépendamment de l'origine de la loi (CL/DC), les règles commerciales diffèrent d'un pays à un autre. Ces règles existent de façon séparée sous la forme d'actes (*company law*) dans les pays CL et sous la forme de codes de commerce dans les pays DC. LLSV (1998) examinent principalement les lois relatives aux réorganisations et à la faillite pour construire leur indice de protection des investisseurs (ADRI) pour les 49 pays de l'échantillon. Il s'agit du même indice de LLSV (1997) avec un plus grand détail dans la définition des composantes²². LLSV (1998) ajoutent une mesure de l'existence ou non du droit de préemption pour les actionnaires et une mesure de l'existence ou non de l'obligation de distribuer des dividendes. Encore une fois, le niveau de protection des actionnaires est le plus élevé dans les pays de CL (score ADRI moyen égal à 4) suivis par les pays de droit scandinave (score ADRI moyen égal à 3). Suivent les pays de droit allemand et les pays de droit français.

Dans une deuxième partie de leur étude, LLSV (1998) suggèrent la possibilité de substitution de la structure de propriété à la réglementation. Selon eux, dans les pays de DC, le manque de protection des actionnaires minoritaires entraînerait la présence d'actionnaires majoritaires (notamment l'actionnariat familial) qui permet un contrôle renforcé des dirigeants des entreprises. Ils mesurent le niveau de concentration de propriété dans les 49 pays. Les moyennes

²² Le détail de l'ADRI est présenté dans le tableau II.

de la concentration de propriété²³ calculées pour chaque famille légale sont de 54% pour les pays de droit français, 43% pour les pays CL, 37% pour les pays de droit scandinave et 34% pour les pays de droit allemand. Les analyses multi-variées montrent que le niveau de concentration de propriété est négativement et significativement lié au niveau de développement du marché financier. LLSV (1998) en concluent que la concentration de propriété est vraisemblablement un mécanisme de gouvernance qui se substitue au niveau de protection légale de actionnaires.

Enfin l'étude LaPorta *et al.* (2006) conclut qu'en absence de mise en application privée des lois et règlements, les incitatifs liés à la réputation, aux contrats et à la mise en application publique des lois seraient insuffisants pour empêcher les émetteurs de s'approprier les richesses des actionnaires minoritaires car les bénéfices de l'opportunisme dépassent les coûts liés. LaPorta *et al.* (2006) suggèrent que l'engagement de la responsabilité civile de l'émetteur ou des dirigeants opportunistes est difficile à établir étant donné que le processus légal est souvent trop coûteux pour être entrepris par les actionnaires minoritaires. Il est donc crucial que les marchés établissent une réglementation plus stricte assurant une meilleure gouvernance *ex-ante*²⁴ et une facilité de recouvrement des investisseurs dans le cas où ils sont lésés.

Ainsi, LLSV lie la réglementation au développement des marchés financiers en misant sur l'efficacité du système réglementaire en place : un système CL est un système réglementaire efficace 1) car il fournit aux agents économiques des incitatifs pour produire une information de qualité et 2) parce qu'il engage la responsabilité de ces agents s'ils ne se conforment pas aux normes requises. Donc, comparé au système de DC, le système CL fournit une meilleure protection des actionnaires minoritaires, favorise le développement des marchés et par conséquent le recours au financement externe par les entreprises. Ce recours massif au financement externe crée une structure de propriété particulièrement dispersée dans les pays CL. Le système DC (notamment de droit français) fournit, en revanche, une plus faible protection légale des actionnaires minoritaires ce qui inhibe le développement des marchés financiers et limite le recours au financement externe par les entreprises. Cette situation crée

²³ La concentration de propriété est mesurée par le pourcentage moyen des actions ordinaires détenues par les trois plus importants actionnaires dans les 10 plus grandes entreprises non financières privées et cotées dans les pays.

²⁴ Une meilleure gouvernance *ex-ante* permettrait de contrôler les actes opportunistes avant qu'ils ne se produisent. Selon LaPorta *et al.* (2006), ceci peut être rendu possible grâce à la mise en place d'obligations de divulgation d'informations relatives à la gouvernance et à la précision des risques de responsabilité civile qu'encourt toute partie opportuniste.

vraisemblablement une structure de propriété concentrée des entreprises et un plus grand recours au financement auprès des banques.

Une dernière brique au raisonnement de LLSV est ajoutée par Ball *et al.* (2000). Ces auteurs font le lien entre le développement théorique de LLSV et la qualité de l'information financière publiée par les entreprises. Selon Ball *et al.* (2000) la structure de propriété dispersée dans les pays CL est à la base de l'accroissement des conflits d'agence, de la prolifération du problème d'asymétrie d'information et, par la suite, d'un plus grand besoin en information financière de qualité de la part des actionnaires minoritaires. En revanche, le système DC qui favorise une structure concentrée de la propriété des firmes, permet de pallier le manque de protection légale des investisseurs en assurant une meilleure communication privée de l'information. Ceci minimise le besoin des actionnaires en information financière de qualité. Le corollaire de ce raisonnement est schématisé dans la figure 1 qui suit.

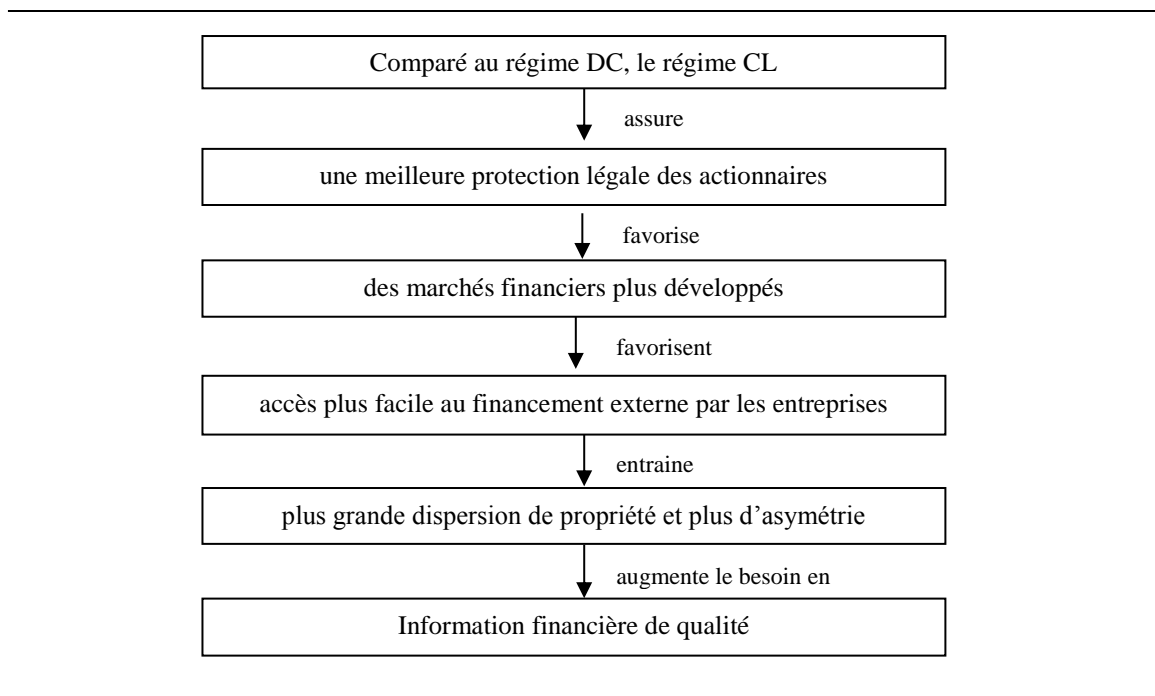


Figure 1. Corollaire de la théorie juridico-financière

3.4. Critiques de la théorie juridico-financière

3.4.1. Critiques des classifications légales

La base de la théorie juridico-financière est la classification légale : ce qui importe pour caractériser les lois et réglementations d'un pays, c'est sa classe légale. Or, le regroupement des pays en classes et familles légales se base sur des ressemblances et est réalisé dans le but de simplifier les recherches.

Premièrement, cette simplification considère que pour un pays donné, la réglementation est une institution permanente, inchangée à travers le temps, ceci pourrait affecter la qualité des résultats obtenus et aboutir à des généralisations qui ne sont valables que pour un certain laps de temps (Deffains et Guigou, 2002). En effet, Rajan et Zingales (2003) révèlent qu'en 1913, la capitalisation boursière rapportée au revenu national à Paris est de 0,78 et qu'elle est de 0,41 à New-York. Donc, le marché financier français (DC) était beaucoup plus développé que le marché américain (CL) au début du 20^e siècle. La relation s'est inversée à la fin du même siècle, la capitalisation boursière du marché de Paris passe à 0,09 et celle de New-York à 0,46. Rajan et Zingales (2003) constatent ainsi que le niveau de développement économique varie à travers le temps et qu'il ne suit pas une trajectoire monotone. Deffains et Guigou (2002) en concluent qu'il est peu probable qu'un phénomène aussi stable dans le temps que la classe légale puisse expliquer un phénomène aussi variable que le niveau de développement des marchés financiers.

Deuxièmement, si le système DC est accusé de rigidité à cause qu'il se base sur des lois écrites depuis le 19^e siècle, il est tout à fait légitime de se permettre, aujourd'hui de critiquer l'utilisation des résultats des classifications, qui datent depuis un demi-siècle, pour décrire les systèmes de droit actuels des pays. Par exemple, dans les études de LaPorta *et al.* (1997) et (1998), le Japon est classé parmi les pays de DC allemand à cause des origines de son code. Toutefois, l'occupation américaine entre 1945 et 1952 et le progrès économique du Japon à la fin du 20^e siècle a permis la survenue d'influences occidentales de la CL : le droit américain apporte le principe d'égalité à tous les secteurs de la vie sociale et la constitutionnalité des lois est confiée à la cour suprême. Depuis 1995, deux nouveaux codes de procédures civiles et de procédures pénales sont promulgués et l'étude de la jurisprudence se développe au Japon (David, 2002).

Troisièmement, la théorie juridico-financière aboutit à la supériorité du système CL par rapport au système DC. Deffains et Guigou (2002) notent que la thèse de l'efficacité économique du système CL est à débattre et qu'il n'est pas suffisant d'analyser les règles de protection des investisseurs pour conclure à la supériorité du système CL. Selon eux, la thèse LLSV sous-estime la capacité du droit civiliste à s'adapter aux conjonctures économiques car il ne suffit pas de considérer la nature des règles de droit mais aussi la façon de leur mise en application. S'ajoute à ceci le fait que les pays civilistes ont en général d'autres mécanismes de gouvernance qui permettent de contrôler l'opportunisme des initiés et de minimiser les pertes économiques qui peuvent en résulter. À ce titre, plusieurs études notent l'importance de la structure de propriété comme mécanisme de gouvernance de substitution dans les pays civilistes (Bozec *et al.* 2008; Boubakri *et al.* 2011).

En résumé, expliquer des phénomènes financiers ou économiques en fonction de l'origine légale du pays peut induire en erreur en aboutissant à des conclusions qui ne tiennent pas compte de l'évolution des systèmes juridiques et des possibilités d'adaptation des droits civilistes et du développement de leurs marchés.

3.4.2. Critiques de l'indice « *antidirector rights* »

LLSV (1997) et (1998), mesurent le niveau de protection légale des actionnaires par le « *antidirector rights index* » (ADRI) et les variables « *one share one vote* » et « *mandatory dividend* ». Ils l'ont construit pour 49 pays et l'ont défini comme suit dans le tableau II.

En revanche, l'ADRI développé par LLSV, est critiquable sur plusieurs points, les quatre premiers étant reconnus par les auteurs eux-mêmes:

- 1) Il exclut les lois relatives aux fusions et acquisitions, qui sont d'importants mécanismes de gouvernance au sens de Shleifer et Vishny (1997). Ces lois sont généralement éparpillées dans les lois relatives aux compagnies, les lois de la concurrence, les lois relatives aux titres, les réglementations du marché financier et les réglementations du marché bancaire.

Tableau II : Mesures du niveau de protection des actionnaires de LLSV²⁵

Protection des droits des actionnaires	Valeur	Mesure
1. ADRI	Score 0 à 6	*le vote par poste/procuration est autorisé (0/1) *il n'est pas obligatoire de faire le dépôt des titres avant l'assemblée générale des actionnaires (0/1) *possibilité de vote cumulatif ou de représentation proportionnelle des actionnaires minoritaires au conseil (0/1) *possibilité de recours contre les dirigeants ou les membres du conseil pour les minoritaires lorsqu'ils sont lésés (0/1) *le capital exigé pour convoquer une assemblée générale des actionnaires est inférieur ou égal à 10% (0/1) *les actionnaires ont le droit de préemption (0/1)
2. One share one vote	0/1	Égal à 1 si les lois exigent que chaque action ordinaire soit munie d'un seul droit de vote, 0 sinon.
3. Mandatory dividend	Variable continue	Égal au pourcentage du résultat net que la loi des compagnies ou le code de commerce exige à distribuer aux actionnaires, 0 si une telle exigence n'existe pas.

- 2) Il exclut les lois relatives à la divulgation d'information pouvant dériver des lois des compagnies (*Company laws*), des lois sur les valeurs mobilières (*security laws*) et des réglementations du marché financier.
- 3) Il exclut les réglementations imposées par les autorités des marchés financiers, tel que les restrictions sur les droits de vote.
- 4) Il exclut les lois relatives aux institutions financières et bancaires.
- 5) Il a une nature « *ad-hoc* » au sens de Spamann, (2006): il est construit d'avance pour une fin bien précise faisant en sorte qu'il renferme des problèmes de validité par rapport au construit représenté.

Nous nous attardons particulièrement sur cette dernière critique. Spamann (2006) refait le codage de l'ADRI avec l'aide d'avocats de 46 pays, tout en gardant les définitions

²⁵ Les informations contenues dans ce tableau sont extraites du tableau 1 dans LLSV (1998), p. 1121.

originales de ses composantes. L'indice est ainsi reconstruit pour 46 pays parmi les 49 de LLSV (1998) et étendu sur la période 1997-2005. Il conclut que l'ADRI est une mesure non valide du construit « niveau de protection des actionnaires ».

Reprenons, à titre d'exemple, le codage de la première composante de l'ADRI : le vote par la poste/procuration est autorisé (0/1). Spamann (2006) repère deux problèmes conceptuels au niveau de la définition de cette composante. Premièrement, la loi peut permettre le vote par la poste ou par procuration, mais est-ce que l'entreprise est obligée de tenir compte des votes envoyés par des actionnaires non présents à l'assemblée? Deuxièmement, si la loi permet ce type de vote, est-ce que l'entreprise a l'obligation de fournir les formulaires appropriés pour l'accomplir? Les deux questions sont cruciales, car si l'entreprise a le droit de ne pas tenir compte des votes envoyés, le codage 1 sera totalement trompeur. Il en est de même si l'entreprise ne fournit pas la documentation nécessaire et claire pour permettre ces votes.

Spamann (2006) adresse trois autres problèmes majeurs au codage 0/1 de cette composante. D'abord, pour certains pays il y a des lois différentes concernant le vote par la poste/procuration, dépendamment du type de la décision à voter et de la nature de l'assemblée. Par exemple, en considérant uniquement l'élection des membres du conseil cette composante est codée 0 pour Hong Kong alors qu'elle est codée 1 dans LLSV (1998)²⁶. Ensuite, certains pays exigent que les entreprises informent leurs actionnaires sur la procédure à suivre pour faire parvenir leur vote, or les instructions ne sont pas toujours présentes dans les circulaires d'information faisant du codage 0 ou 1 imprécis. Enfin, ce codage ne donne aucune importance à la question temporelle. À titre d'exemple le Japon impose aux entreprises une période d'annonce minimale de 14 jours avant l'assemblée et oblige les entreprises cotées à tenir leurs assemblées générales des actionnaires au même jour de l'année ce qui rend plus difficile l'exercice du droit de vote pour les actionnaires minoritaires.

²⁶ Le codage de LLSV (2008) est général. Pour Hong Kong, LLSV codent cette composante 1 parce que le vote par la poste/procuration est permis au moins pour un seul type de décision, même si ce droit n'existe pas pour la décision d'élection des membres du conseil d'administration. Spamann (2006) fait la distinction entre les différents types de décision auxquelles les actionnaires pourraient avoir le droit de vote par la poste/procuration. En considérant uniquement la décision relative à l'élection des membres du conseil, le codage est 0.

D'autres critiques sont également adressées à la mesure 'one share one vote' de La LLSV (1998). En effet, même si, assigner un droit de vote à chaque droit de propriété paraît répondre aux normes fondamentales de la protection des droits de propriété, cette mesure reste ambiguë en raison d'un petit détail dans sa définition. Aux termes de LaPorta *et al.* (1998), *One share one vote* est :

«... égale à 1 si la loi des compagnies ou le code de commerce du pays exige que chaque action ordinaire soit munie d'un droit de vote et 0 sinon. De façon équivalente, elle est égale à 1 si la loi interdit l'existence des actions à droit de vote multiple ou sans droit de vote et interdit aux entreprises de fixer un maximum de droits de votes par actionnaire, indépendamment du nombre des actions détenues et 0 sinon. »²⁷

Ainsi, cette définition ne concerne que les actions ordinaires et ne se préoccupe aucunement des réglementations relatives aux actions privilégiées (*preferred shares*). Selon Spamann (2006), cette définition est très limitée du moment où la transgression de la règle *one share one vote* peut se faire au niveau d'autres titres que les actions ordinaires. Spamann (2006) affirme qu'à l'exception de la Jordanie, tous les pays de l'échantillon imposant la règle un droit un vote pour les actions ordinaires mais ne respectent pas ce principe pour les actions privilégiées. Il observe l'exemple de l'Allemagne où la loi impose un droit de vote pour chaque action ordinaire, donc un codage 1 dans LLSV (1998), alors que pour une majorité d'entreprises allemandes seules les actions privilégiées non votantes sont transignées sur le marché. Le codage de LLSV (1998) est donc souvent trompeur. La définition soulève également un certain doute car il suffit que la loi interdise l'existence des actions ordinaires à droit de vote multiple pour mettre le codage 1, ou bien, il suffit aussi que la loi interdise l'existence des actions ordinaires sans droit de vote pour mettre le codage 1. Normalement, le cumul des deux est nécessaire pour un codage 1.

Les mêmes variables recodées en suivant les directives d'un guide de codage²⁸ ne montrent aucune différence visible entre les classes CL et DC ni entre les familles légales. De plus,

²⁷ LLSV (1998), p.1120. Libre traduction et soulignement ajouté.

²⁸ Le guide de codage établi par Spamann (2006) stipule que pour assurer la validité de la mesure d'une variable, les codages doivent absolument être conformes à la définition de la variable en question. Si la définition est ambiguë, le codage doit pallier ses défauts en détaillant la mesure des sous-composantes possibles. Ceci, en sus des critères reconnus par la recherche scientifique tel que l'objectivité et l'évaluation des critères des observations selon le même modèle conceptuel. Spamann (2006) suggère que ces caractéristiques de mesure sont difficiles à réaliser dans des contextes où les lois varient d'un pays à un autre sur des dimensions différentes et où les détails des mêmes lois diffèrent d'un contexte à un autre.

l'ADRI recodé n'a aucun lien significatif avec les caractéristiques du marché financier ni avec la structure de propriété. Même en éliminant la composante la plus problématique de l'ADRI « possibilité de recours contre les dirigeants ou les membres du conseil pour les minoritaires lorsqu'ils sont lésés »²⁹, et en effectuant des tests de robustesse en remplaçant la variable dichotomique « capital exigé pour convoquer une assemblée générale des actionnaires est inférieur ou égal à 10% » par une variable continue « pourcentage du capital exigé pour convoquer une assemblée générale des actionnaires »; les mesures légales restent loin d'être significatives. Spamann (2006) conclut que l'ADRI ainsi que les mesures alternatives '*one share one vote*' et '*mandatory dividend*' sont des mesures non valides du niveau de protection des actionnaires dans un pays. Selon lui, les résultats de LLSV sont le fruit d'erreurs de mesure flagrantes et systématiques du niveau de protection des investisseurs. Ses conclusions sont encore réitérées dans un papier ultérieur (Spamann, 2010). Ceci est très problématique car, aujourd'hui il y a plus qu'une centaine d'études qui se sont basés sur les mesures de LLSV (1998). En réponse à ces critiques, une mesure alternative de la protection des actionnaires est développée ultérieurement par Djankov *et al.* (2008). Nous l'expliquons plus loin dans cette recherche.

3.4.3. Critiques du lien entre l'origine légale et le développement financier

Le corollaire de la théorie juridico-financière est souvent critiqué en évoquant des problèmes d'endogénéité. Ces problèmes proviendraient de variables omises dans le modèle qui explique le niveau de développement financier et de la possibilité de simultanéité entre l'origine légale et le développement financier des nations (Djankov *et al.* 2003).

En premier lieu, l'influence de l'origine légale sur le développement financier peut être indirecte ou médiatisée par d'autres construits. Le régime légal (CL/DC) influence la mise en application des contrats et la qualité du système judiciaire et c'est à travers cette relation qu'il exerce un effet sur le développement des marchés financiers. Djankov *et al.* (2003), étudient l'impact de

²⁹ Cette composante de l'ADRI est particulièrement problématique et un codage valide est très difficile à obtenir à cause d'ambiguïtés fondamentales dans sa définition. D'après LLSV (1998), elle est égale à 1 si la loi des compagnies ou le code de commerce permet aux actionnaires minoritaires soit la possibilité de contester judiciairement les décisions des gestionnaires ou de l'assemblée ou leur donne le droit de se retirer de la firme en lui demandant de racheter leurs titres lorsqu'ils s'opposent à des changements fondamentaux tel que des fusions et des ventes d'actifs, et 0 sinon. Les actionnaires minoritaires étant ceux qui détiennent 10% du capital ou moins. Le recodage de Spamann montre que les mécanismes contrant l'oppression des minoritaires est présente dans 92% des pays alors que LLSV concluent qu'elles sont présentes dans uniquement 52% des pays.

l'origine légale et de la qualité du système judiciaire sur la protection des droits de propriété et la mise en application des termes contractuels. Selon eux, il est possible que le lien avec le niveau de développement financier soit indirect et que ce soit la protection des droits de propriété et la mise en application des contrats qui est à l'origine de variations du développement financier. De même Gennaioli et Shleifer, (2007) suggèrent qu'un plus grand développement des marchés financiers dans les pays CL est dû à leur plus grande flexibilité dans le processus de prise de décisions juridiques.

En deuxième lieu, le construit « origine légale » est aussi le reflet d'une culture et d'un historique spécial. Il est donc légitime de se demander si ces facettes sociales dénotées ne sont pas à l'origine du développement financier des pays CL dans les années 80 et 90. En plus, d'autres explications du développement des marchés pourraient prévaloir. René David (2002) cite dans son ouvrage:

« Celui qui considèrerait la seule théorie du droit strict aurait une vision fautive de la manière dont sont réglés les rapports sociaux et de ce que représente dans la réalité le droit »³⁰

En effet, la seule considération de l'origine légale peut être source de myopie. Coffee (2001) considère que la vision du droit comme seul facteur façonnant la protection des investisseurs et des relations sociales est la faiblesse majeure de la théorie juridico-financière. Il reproche aussi à LLSV leur allusion à la primauté de l'origine légale sur toutes les autres institutions constituant un pays : on a l'impression que l'origine légale détermine tout. Selon Coffee (2001), le droit ne peut être la seule force qui détermine l'environnement économique d'un pays mais il joue probablement un rôle important.

En troisième lieu, la littérature évoque la possibilité d'existence de simultanéité. Il est possible, en même temps, que les institutions légales améliorent leurs lois et protègent mieux les investisseurs au fur et à mesure que leurs marchés se développent. Ainsi, un problème d'endogenéité pourrait se poser dans la thèse LLSV. À ce titre, Coffee (2001) se pose la question suivante : qu'est ce qui explique le progrès de certains marchés, tels que ceux des États-Unis et du Royaume-Uni, dont la presque totalité de la réglementation des valeurs mobilières a été

³⁰ David. R (2002).

promulguée après l'établissement de leurs marchés des capitaux? Coffee (2001) souligne que dans la pratique, l'action des institutions légales tend à suivre plutôt qu'à précéder l'apparition des marchés, tout comme l'apparition des récentes réglementations relatives à l'usage d'Internet qui a suivi l'apparition d'Internet elle-même.

Ainsi, dans un contexte international, si le lien entre le système légal et le niveau de développement financier est ambigu, l'explication de la qualité de l'information financière par le système légal devient ambiguë.

La littérature révèle l'existence de théories rivales pouvant potentiellement expliquer la variation de la qualité de l'information financière dans un contexte international. Nous abordons dans la section suivante la théorie politique, la théorie institutionnelle et d'autres explications apportées par la normalisation et les autres institutions.

IV. Les théories rivales

4.1. La théorie politique

4.1.1. Les propos de Roe (2006)

La thèse politique de Roe, oppose les constats de la théorie juridico-financière et suggère l'importance de l'historique politique de l'après-deuxième guerre mondiale dans la détermination du niveau de développement des marchés. Roe va jusqu'à annoncer :

« These political economy ideas are better positioned than legal origin concepts to explain the differing importance of financial markets in the wealthy west »³¹.

Roe reproche à la théorie juridico-financière son passage à côté d'idées politico-économiques importantes : les marchés financiers se développent lorsque la technologie évolue et exige des entreprises de collecter plus de fonds de sources différentes. Ceci est favorisé lorsque 1) les politiciens encouragent la construction d'institutions qui supportent les marchés financiers et 2)

³¹ Roe (2006), p. 462.

la politique ne met pas des contraintes à la finance. Selon Roe, si la politique ne supporte pas le développement des marchés financiers, il serait déplacé de dépenser de l'énergie et du temps à les régler. Selon lui, c'est uniquement, en présence de politique favorable au développement que la réglementation devient intéressante et mérite le coût et l'effort qui lui est alloué.

Selon la théorie politique, que les pays soient d'origine CL ou DC, ils émettent des réglementations. Mais la façon dont leurs réglementations sont faites reflète les choix des politiciens, les préférences des électeurs et le pouvoir des groupes d'intérêt et non l'historique de l'origine légale qui date depuis le Moyen-Âge. Il argumente que l'origine légale des pays riches de l'ouest (CL et DC) est corrélée avec d'autres grandeurs historiques, notamment l'histoire coloniale de la première moitié du 20^e siècle.

En contredisant la thèse LLSV, Roe appuie ses propos par des mesures des dépenses relatives à la réglementation des marchés. Ces derniers montrent de très larges budgets alloués dans les pays CL comparativement aux budgets alloués par les pays de DC. Il conclut qu'il est normal que le système judiciaire des pays CL coïncide avec une réglementation étoffée et que les chercheurs y trouvent une plus grande protection des investisseurs.

Roe (2006) refait des analyses de LLSV (1997) et LaPorta *et al.* (1999) en reprenant une partie de leur échantillon de pays et en intégrant des variables politiques dans des modèles expliquant la structure de propriété et le niveau de capitalisation des marchés financiers. Ses constats montrent qu'en présence de variables politiques (histoire de la colonisation, destruction, pouvoir des travailleurs) les variables CL et DC ne sont plus significatives. Roe conclut que l'origine légale n'est pas le fondement de la protection des actionnaires et des droits de propriété. La question est fondamentalement politique : certains régimes respectent la propriété et donnent une importance majeure aux marchés financiers alors que d'autres montrent une attitude différente. Plus précisément, les systèmes politiques socialistes qui privilégient les intérêts de plusieurs groupes dont les employés et syndicats, auront tendance à ne pas donner de valeur à la transparence de l'information financière et à mettre en second lieu les intérêts des investisseurs. Dans de tels systèmes politiques la présence massive de structures d'actionnariat majoritaire est une réponse défensive aux politiques des gouvernements et à la faiblesse du contrôle des marchés.

Les propos de Roe (2006), sont appuyés entre-autres par Pagano et Volpin (2005). Ces chercheurs analysent, en premier lieu, le lien entre le système politique et le niveau de protection des investisseurs (tel que mesuré par LLSV) dans un panel de 45 pays. En deuxième lieu, ils étudient le lien entre le système politique et le niveau de protection des employés dans un panel de 21 pays de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE). Ils tentent ainsi de vérifier l'existence de facteurs politiques qui déterminent la protection des investisseurs et la protection des employés. Le système politique est mesuré par le fait que le pays a un système électoral proportionnel (*proportional electoral system*) ou un système électoral majoritaire (*majoritarian electoral system*)³².

En première étape, Pagano et Volpin (2005) créent un modèle théorique dans lequel il y a trois acteurs : 1) les employés, 2) les entrepreneurs et 3) les rentiers, et quatre moments : 1) le moment de la création de la firme et de fixation des termes contractuels, 2) le moment de vote et de prise de décisions guidées par des intérêts économiques de chacun, 3) le moment de restructuration et 4) le moment de production. Le corollaire de leur théorie se résume en trois propositions :

- 1) la valeur de la firme et l'utilité initiale de l'entrepreneur augmentent avec le niveau de protection des investisseurs et diminuent avec le niveau de protection des employés;
- 2) à l'équilibre d'un modèle électoral proportionnel, il y a une faible protection des actionnaires et une forte protection des employés;
- 3) à l'équilibre d'un modèle électoral majoritaire, il y a une forte protection des actionnaires et une faible protection des employés.

En deuxième étape, ils établissent une étude empirique et assignent un score de proportionnalité politique pour chaque pays. Ce score est à son plus haut niveau (3), par exemple, en Belgique, Autriche, Danemark, Finlande, Suède, Norvège et Portugal. Il est à son plus faible niveau (0) au Canada, États-Unis, Japon et Royaume-Uni. Les résultats montrent que la protection des actionnaires est négativement corrélée avec la protection des employés mais il ressort aussi une grande colinéarité entre le régime légal (CL/DC) et le niveau de proportionnalité politique. Le régime CL est négativement et significativement lié à la proportionnalité des votes et le niveau de protection des investisseurs est à son plus haut niveau dans les pays ayant des systèmes

³² Dans un système électoral proportionnel, le parti qui reçoit la majorité absolue des votes gagne les élections alors que dans un système politique majoritaire, le parti qui remporte le plus de districts gagne les élections (Roe, 2006).

politiques majoritaires. Ce résultat n'est plus valable lorsque les auteurs contrôlent l'endogenéité à l'aide d'analyses de panel. En effet, en intégrant dans le même modèle l'origine légale et le système politique, le niveau de protection des actionnaires est lié uniquement à la variable politique.

Ainsi, la théorie politique oppose la théorie juridico-financière et fonde l'idée selon laquelle l'origine légale et la protection légale des investisseurs ne sont pas l'explication principale du niveau de développement financier. Plutôt, ce sont les choix politiques des gouvernements depuis la fin de la deuxième guerre mondiale qui ont décidé l'avenir financier des nations et le niveau de protection des investisseurs. Nous présentons ici la figure 2 extraite de Roe (2006), pour résumer ces propos.

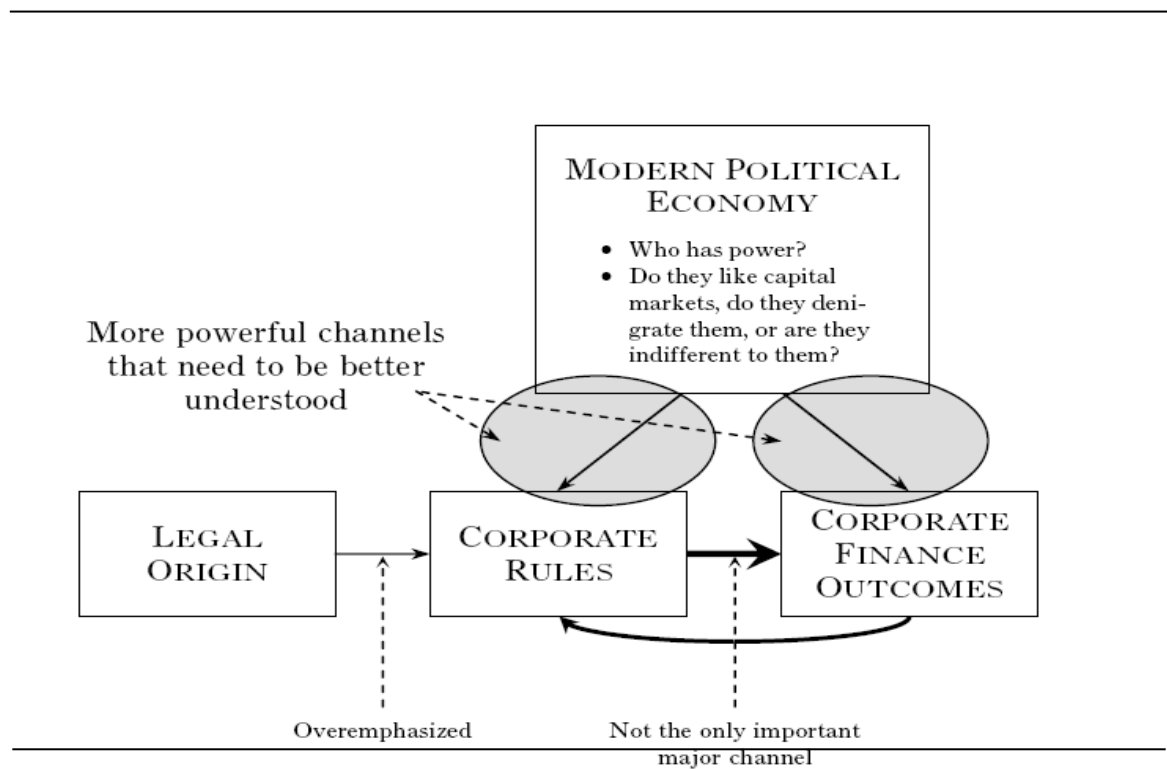


Figure 2. Une approche politique et financière³³

³³ Source : Roe (2006), Figure 6, « A politics and finance approach », p. 511.

4.1.2. Les propos de North (1990)

La théorie politique de North (1990) suggère que les institutions politiques émettent des réglementations et créent des institutions de façon qui leur permette de rester au pouvoir et d'accumuler les richesses. En ce sens, les gouvernements s'approprient une part de l'économie en détenant des firmes importantes dans le pays afin de garder le pouvoir : Les États fournissent des services, de l'emploi, du financement etc., et reçoivent, en contrepartie, le support politique des bénéficiaires et les richesses que les firmes détenues pourraient générer. Dans ce type d'États, le gouvernement intervient pour s'approprier les richesses d'entreprises performantes et politiquement visibles.

Cette vision est contradictoire à une vision plus socialiste du pouvoir politique. Dans des systèmes socialistes, l'État intervient pour soutenir l'économie et prendre le contrôle des entreprises en difficultés financières. L'objectif étant de maintenir le bien être de la société en général (Gerschenkron, 1962)³⁴.

Bushman et Piotroski (2006) argumente que le pouvoir de l'État et son appropriation plus ou moins étendue de l'économie peut avoir un impact considérable sur la qualité de l'information produite par les entreprises. Cet impact n'a pas un sens unique, il est conditionné par les motifs de l'État à s'approprier les entreprises. Si le gouvernement au pouvoir est un gouvernement « égoïste » qui cherche à s'exproprier les richesses des entreprises profitables, les dirigeants auront tendance à présenter une information plus pessimiste sur la performance de leurs entreprises. Si, par contre, le gouvernement au pouvoir est un gouvernement « bénévole » qui intervient dans le cas de détection d'entreprises non profitables, les dirigeants auront tendance à présenter une information optimiste et à signaler une performance supérieure à la performance économique réelle.

4.1.3. Les critiques de la théorie politique

Pagano et Volpin (2005) rapportent que le niveau de proportionnalité politique est significativement et négativement corrélé avec l'origine légale CL. Ils affirment également, que

³⁴ Cité par Bushman et Piotroski (2006)

l'importance de l'origine légale dans l'explication du niveau de protection légale des actionnaires, dans un modèle qui ne contient pas de variables politiques, peut être la résultante de la colinéarité entre l'origine légale et les variables politiques. Or cette colinéarité peut entacher les résultats obtenus par un modèle intégrant à la fois les variables politiques et les variables légales.

Coffee (2001) adresse trois critiques à la théorie politique de Roe. Contrairement aux implications de la théorie juridico-financière concernant la structure de propriété des firmes³⁵, Roe (2006) suggère que la concentration de la propriété peut être vue comme une réponse défensive aux politiques des gouvernements dans les démocraties socialistes³⁶. Dans ce qui suit, nous énumérons les critiques de Coffee (2001) à l'égard de cette hypothèse.

- 1) Elle omet l'existence de la concentration de la propriété dans plusieurs autres types de politiques, tel que les ploutocraties de certains pays asiatiques, où la concentration de propriété est à son plus haut niveau dans le monde (exemple : la Russie) et dans d'autres types de politiques capitalistes.
- 2) Les actionnaires majoritaires sont généralement des groupes connus et économiquement moins mobiles que les petits investisseurs. Ils sont plus facilement influençables et sujets aux pressions politiques dans les démocraties socialistes que les actionnaires minoritaires. Si c'est le cas, il est peu plausible que leur présence soit une réponse défensive à ce type de politiques.
- 3) La concentration de propriété ne peut être une réponse défensive aux démocraties socialistes car les événements historiques témoignent de la présence de cette structure de propriété dans des pays comme l'Allemagne et la France pendant le 19^e siècle, bien avant l'apparition de leurs politiques socialistes pendant le 20^e siècle.

Notons que Ball *et al.* (2000) apporte une certaine réconciliation entre la théorie juridico-financière et la théorie politique. Ces auteurs suggèrent que dans les pays CL la qualité de

³⁵ Rappelons que selon le corollaire de la théorie juridico-financière, les pays CL protègent mieux leurs investisseurs, ont des marchés financiers plus développés et leurs entreprises ont un plus grand accès au financement externe. Ceci favorise la création d'une structure de propriété plus dispersée dans leurs tissus économiques. Rappelons aussi que LLSV (1998) suggèrent que la concentration de propriété notée dans les pays de DC peut être un mécanisme de gouvernance substitut à la protection légale des investisseurs.

³⁶ Dans les démocraties socialistes, comme la France, les intérêts de plusieurs groupes sont pris en considération et les investisseurs ne forment pas le groupe privilégié comme dans les démocraties capitalistes. Dans ces démocraties socialistes, l'actionnariat majoritaire confère aux investisseurs plus de droit de contrôle des décisions économiques et s'avère comme un mécanisme qui contre l'opportunisme des gestionnaires.

l'information financière est principalement déterminée par le secteur privé et la communication d'information se fait à travers des canaux publics alors que dans les pays DC, là où la communication d'information est favorisée par des canaux privés, l'intervention politique de l'État a beaucoup d'influence dans la détermination de la QIF. Ceci dit, pour *Ball et al.* (2000), l'origine légale reflète aussi le niveau d'interventionnisme politique de l'État, dans la sphère financière d'un pays. Ceci pourrait expliquer la forte colinéarité soulevée entre les caractéristiques politiques et l'origine légale dans la théorie politique.

4.2. La théorie néo-institutionnelle

Une autre théorie rivale à la théorie juridico-financière serait la théorie institutionnelle. Selon cette théorie, une explication de la QIF pourrait être la quête de légitimité par les pays et les marchés financiers afin de bénéficier d'un plus large éventail d'investisseurs étrangers et la quête de légitimité par les entreprises afin de répondre aux demandes d'investisseurs de plus en plus conscients des problèmes sociaux.

La théorie institutionnelle est une théorie sociale fondée par le sociologue américain Philip Selznick (Hatch, 2000). Elle traduit la manifestation d'une recherche de légitimité sociale par les organisations. En effet, selon cette théorie, les entreprises cherchent à se conformer aux valeurs sociales, culturelles et règlementaires de l'environnement qui les entoure. Elles ne sont pas en compétition uniquement pour l'obtention de ressources et de clients mais aussi pour la quête du pouvoir politique et de légitimité sociale. La figure 3 qui suit, extraite à Hatch (2000), traduit l'idée apportée par la théorie institutionnelle à la vision économique traditionnelle de l'organisation.

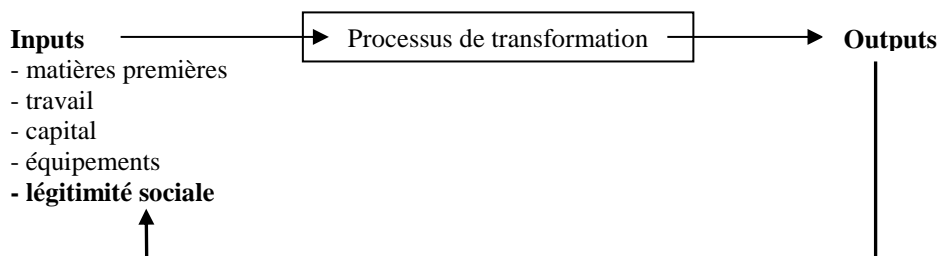


Figure 3. La légitimité sociale en tant que ressource organisationnelle³⁷

³⁷ Source : Hatch (2000), p. 101.

DiMaggio et Powell (1983), fondateurs de la théorie néo-institutionnelle, suggèrent que cette quête de légitimité est la raison principale de la tendance à la ressemblance entre les organisations modernes. Le processus par lequel les organisations deviennent de plus en plus homogènes dans leurs champs organisationnels est appelé «isomorphisme». DiMaggio et Powell (1983) en identifient trois formes :

a. l'isomorphisme coercitif (*coercive isomorphism*) : Les entreprises exerçant dans des environnements dominés par des exigences réglementaires spécifiques tendent à se conformer aux règles et lois dans leurs pratiques. Ainsi, les entreprises tendent à se ressembler sous l'influence des contraintes imposées par les institutions légales et politiques en place.

b. l'isomorphisme mimétique (*mimetic isomorphism*) : Face à l'incertitude de l'environnement et l'ambiguïté des objectifs et en quête de légitimité sociale, les entreprises tendent à ressembler aux entreprises leaders dans leurs domaines.

c. l'isomorphisme normatif (*normative isomorphism*) : L'homogénéisation de la formation professionnelle apporte une contrainte normative faisant en sorte que les membres d'une profession abordent les mêmes problèmes de façons qui se ressemblent. Ainsi, les entreprises tendent à se ressembler sous l'influence de l'uniformité des normes et connaissances insérées dans la formation des professionnels qu'elles emploient.

La théorie institutionnelle inaugure une aire de recherches qui ne se focalisent pas uniquement sur l'organisation comme le centre de prises de décisions en interne mais comme une entité en perpétuelle interaction avec son environnement externe. Appliquée aux entreprises, elle explique la QIF par des contraintes légales, sociales et culturelles. Elle suggère qu'en quête de légitimité sociale, les pratiques de divulgation financière des entreprises tendraient à se ressembler sous l'influence des exigences réglementaires (y compris la normalisation comptable), des pratiques des entreprises leaders du domaine et des ressemblances des formations des personnes qui participent à la préparation de l'information financière. Par implication, appliquée à un contexte international, la théorie institutionnelle pourrait expliquer les ressemblances des pratiques de divulgation financière entre les nations par l'isomorphisme mimétique et l'isomorphisme normatif. En effet, les pratiques de préparation de l'information financière peuvent se ressembler

sous l'influence des ressemblances entre les formations des comptables et autres parties impliquées dans le processus de production d'information (isomorphisme normatif) et de la volonté des entreprises locales à suivre les leaders mondiaux dans leur domaine (isomorphisme mimétique).

La théorie institutionnelle ne contredit pas la théorie juridico-financière de façon explicite, tel que le fait la théorie politique. Cependant, elle apporte l'argumentation contraire de la théorie juridico-financière et justifierait une tendance vers la ressemblance de la QIF à travers les pays et les entreprises dans un contexte de mondialisation et d'uniformité grandissante de la normalisation comptable.

4.3. Autres facteurs institutionnels

Le modèle de développement de la QIF de Doupnik et Salter (1995) est l'un des plus révélateurs de l'importance de considérer l'environnement institutionnel dans sa globalité pour évaluer la qualité des extraits des pratiques comptables. Il s'agit d'une étude classificatoire qui analyse le cas de 50 pays. Doupnick et Salter (1995) examinent les pratiques comptables à la date du 1^{er} janvier 1990 et construisent un modèle de développement de la comptabilité. Ils l'ont décrit comme la résultante de l'interaction entre l'environnement ou facteurs externes³⁸, la structure institutionnelle et la culture de chaque nation. Par la suite ils testent l'existence d'une relation entre la pratique comptable et les éléments de leur modèle. Selon eux (voir Figure 4.) :

1. L'environnement externe influence la culture et les structures institutionnelles et apporte le stimulus au changement.
2. La culture influence la structure institutionnelle et évalue les réponses adéquates aux stimuli.
3. La structure institutionnelle représente le lieu où les réponses sont formulées.

³⁸ Ici, externe par rapport au pays.

Outre l'importance du système légal dans la formation d'une information financière de qualité, plusieurs études empiriques révèlent l'importance d'autres facteurs institutionnels dans la détermination de la qualité de l'information financière, notamment, la normalisation comptable et le système d'évaluation intrinsèque (Joos et Lang, 1994; Ali et Hwang, 2000); le système économique orienté vers le système bancaire versus orienté vers le marché (Ali et Hwang, 2000), le système fiscal (Ali et Hwang, 2000; Haw et al. 2004, Burgstahler et al. 2006); la culture (Gray 1988; Hope 2003), l'environnement informationnel (Bushman *et al.* 2004) les forces politiques (Ball et al. 2003; Bushman et Piotrosky, 2006) et certaines caractéristiques relatives à l'entreprise tel que sa taille, son niveau d'endettement, sa performance financière et son potentiel de croissance.

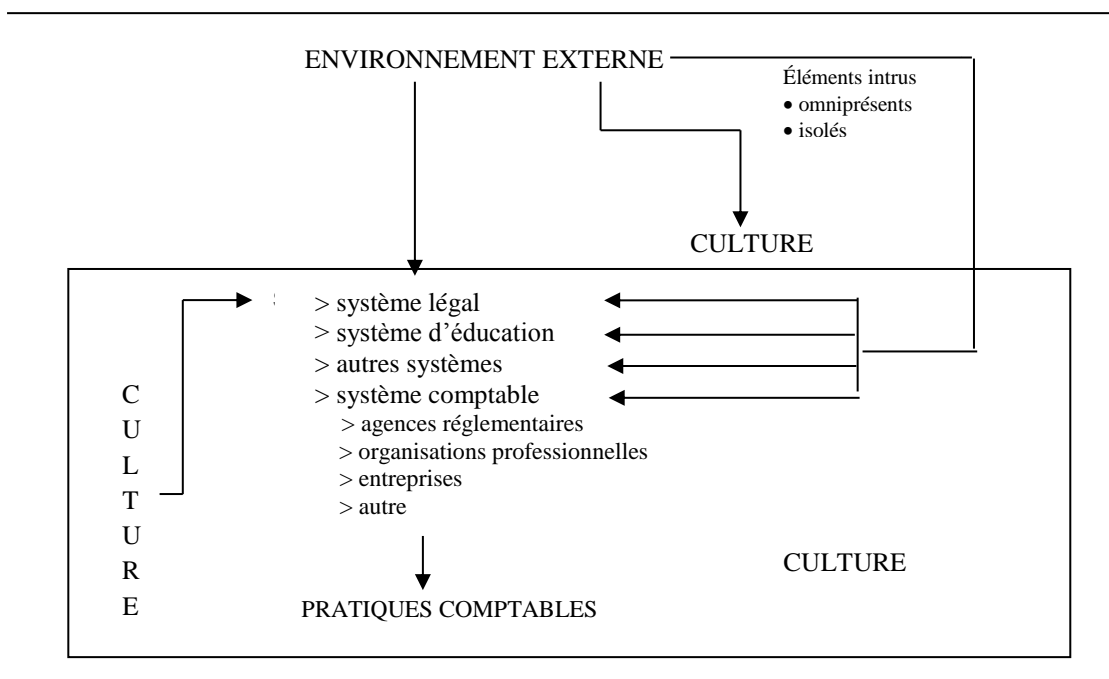


Figure 4. Modèle général de développement de la comptabilité³⁹

Ces études suggèrent, entre-autres, que la qualité des normes comptables est un indicateur incomplet et, à la limite, trompeur de la qualité de la divulgation financière d'un pays. Elles suggèrent aussi que si un pays désire changer la qualité de la divulgation financière de ses entreprises, il est plus important de changer certaines caractéristiques institutionnelles et

³⁹ Source : Doupnik et Salter (1995). Libre traduction.

incitatives des préparateurs des états financiers que. Pourtant, aujourd'hui, sur le plan pratique, la majorité des pays du globe se tournent vers un changement de leurs normalisations comptables en adoptant les normes comptables internationales édictées par l'IASB⁴⁰.

4.4.La normalisation comptable

La normalisation comptable est un facteur particulièrement important dans la formation de la QIF. Elle fait partie du système règlementaire (puisqu'elle a un caractère obligatoire) et reflète l'esprit de droit du pays lorsqu'elle est conçue par un organisme interne. En même temps, les normes comptables peuvent directement influencer les pratiques de préparation de l'information choisies par les gestionnaires. Par exemple Ali et Hwang (2000) trouvent que la pertinence de l'information comptable est plus faible dans les pays où la normalisation est faite par un organisme public. Ils supposent que dans de tels pays, la divulgation financière est principalement destinée à prouver la bonne volonté des entreprises à se conformer aux politiques gouvernementales et fiscales avant de servir à assurer l'information des investisseurs.

L'importance de la normalisation comptable est notamment reflétée dans les constats de Bradshaw et Miller (2008). Ces derniers révèlent une certaine harmonisation de la qualité de l'information financière suite à l'adoption de la même normalisation (US GAAP). Ils suggèrent que les méthodes comptables des entreprises non américaines provenant de 27 pays et adoptant les US GAAP sont plus comparables à celles des entreprises américaines qu'aux entreprises du même pays et de la même industrie utilisant la normalisation nationale. Cependant, la comparabilité entre les entreprises américaines et non américaines utilisant les US GAAP demeure non parfaite. Ceci amène les auteurs à investiguer l'impact des incitatifs liés au marché des capitaux (besoin de financement, structure de propriété et suivi des analystes) et qui pourraient expliquer la persistance de certaines différences. Bradshaw et Miller (2008) suggèrent que cette légère variation du niveau de rapidité de divulgation, de conservatisme et d'ajustement entre les *accruals* et les *cash-flows*, entre les deux groupes d'entreprises n'est pas réellement due aux incitatifs liés au marché.

À l'opposé, Lang *et al.* (2006) analysent la QIF dans 46 pays en maintenant la normalisation comptable constante à travers les entreprises de l'échantillon. Ils suggèrent qu'en adoptant les

⁴⁰ International Accounting Standards Board.

normes comptables américaines (US GAAP) ou en effectuant la réconciliation comptable à travers le formulaire 20-F, les entreprises non américaines cotées sur un marché américain produisent des résultats comptables plus lissés et moins pertinents, pratiquent plus de gestion des résultats et montrent moins de conservatisme que leurs homologues américaines. Plus particulièrement, Lang *et al.* (2006) constatent une grande gestion des résultats dans les firmes issues de pays à faible protection des investisseurs. Donc, contrairement à Bradshaw et Miller (2008), ces constats réitérent les fondements de la théorie juridico-financière et la supériorité de la protection légale des investisseurs sur toutes les autres explications institutionnelles. Il est légitime, ici, de se poser la question sur la façon dont les entreprises s'approprient et appliquent cette même normalisation.

La question de la primauté de la normalisation comptable ou de certaines composantes du système légal ou encore d'autres facteurs institutionnels n'est pas tranchée. Holthausen (2009) considère que l'application de la normalisation comptable demeurera tributaire des facteurs institutionnels de l'environnement national tel que la mise en application des lois et la rigueur du système légal en place. Récemment, l'adoption massive des normes comptables internationales (ci-après IFRS) dans plus de 120 pays dans le monde a occasionné une vague de littérature étudiant l'impact de l'adoption des IFRS sur la qualité de l'information financière. En maintenant les autres facteurs institutionnels constants⁴¹, certaines études constatent une amélioration de la QIF (Barth *et al.* 2008; Daske et Gebhart, 2006), d'autres concluent, à l'opposé, à la présence d'une détérioration de la QIF (Van Tendeloo et Vanstraelen, 2005; Goodwin et al. 2008; Ahmed *et al.* (2010); Jeanjean et Stolowy 2008; Piot *et al.* 2011 ; Liu et Sun 2014) et il y en a qui constatent la neutralité de l'effet du changement de la normalisation comptable (Hung et Subramanyam 2007; Christensen et al. 2008). De plus récentes études tentent de trouver des explications à ces divergents constats puisque l'effet de l'adoption semble varier entre les pays et parfois, entre les entreprises d'un même pays.

⁴¹ La majeure partie des études de l'impact de l'adoption des IFRS sur la QIF utilisent un modèle de recherche comparant la qualité de l'information avant et après l'adoption pour le même échantillon d'entreprises. Ce design permet de garder les autres explications institutionnelles constantes et d'isoler, ainsi, l'effet de la normalisation comptable.

V. Synthèse

Ce tour d'horizon des théories expliquant la variation de la qualité de l'information financière (QIF) sur le plan international nous permet de constater qu'une théorie domine dans la littérature : la théorie juridico-financière. Selon cette théorie, une meilleure protection légale des investisseurs favorise l'accès au financement externe par les entreprises et entraîne une structure de propriété dispersée. Cette dispersion exacerbe les problèmes d'agence entre les dirigeants et les actionnaires et augmente le besoin en information financière de qualité. Néanmoins, la théorie juridico-financière fait face à plusieurs critiques dont la plus marquante est celle adressée à la stabilité de l'origine légale. Un construit aussi stable dans le temps que l'origine légale semble en effet incapable d'expliquer un construit aussi variable dans le temps que le niveau de développement des marchés. De ce fait, le premier maillon de la chaîne logique de la théorie LLSV, présentée dans la figure 1 nous semble douteux. Hormis l'origine légale, la réglementation relative à la protection des droits des investisseurs est évolutive, et la théorie juridico-financière nous paraît bien tenir dans le reste de sa logique, malgré la présence d'autres critiques adressées aux mesures de la protection des investisseurs.

D'autres théories rivales à la théorie juridico-financière pourraient également expliquer la QIF. La théorie politique de Roe (2006) oppose les propos de LLSV (1997, 1998) et suggère que les politiques gouvernementales adoptées pendant la période de l'après-deuxième guerre mondiale sont les principaux déterminants du niveau de développement de marchés financiers et par ricochet, du besoin en information financière de qualité observé. Nous avons également abordé les propos de la théorie de North (2010) et celle de Bushman et Piotrosky (2006) suggérant que l'interventionnisme politique dans l'économie peut avoir des effets notables sur la QIF, dépendamment de la nature du gouvernement en place.

Ensuite, nous avons abordé la théorie néo-institutionnelle qui justifierait, en présence de variation de l'environnement règlementaire et politique, une ressemblance de la QIF à travers les pays et à travers les entreprises. La présence d'isomorphisme normatif et coercitif pourrait homogénéiser la QIF à travers les industries ou à travers les pays en dépit des différences des niveaux de protection légale des actionnaires et des politiques adoptées par les gouvernements.

Enfin nous avons soulevé l'importance de l'impact d'autres facteurs institutionnels et de la normalisation comptable sur la qualité de l'information financière. La normalisation comptable n'est qu'une partie intégrante du système légal politique et culturel lorsqu'elle est développée par les institutions internes du pays. Aujourd'hui, la majorité des pays «sous-traitent» le processus de normalisation à l'externe en adoptant les IFRS. La normalisation devient ainsi exogène aux composantes du système institutionnel national. De ce fait, aujourd'hui, dans un contexte de mondialisation et d'uniformisation de la normalisation comptable, les explications légales, politiques, économiques, culturelles et autres demeurent solides tant qu'elles ne sont pas homogénéisées à travers les frontières. Ces institutions exerceraient une influence sur la façon dont les entreprises appliquent la normalisation comptable, sur leurs relations contractuelles et, donc, sur leurs incitatifs à produire une information de qualité. La Figure 5, que nous proposons dans cette synthèse, résume ces propos.

Les dernières réformes légales entreprises dans le monde dans l'objectif d'assurer un meilleur fonctionnement des marchés financiers visent directement l'information divulguée dans les états financiers. Par exemple, la loi Sarbanes-Oxly de 2002 renforce le contrôle de l'information contenue dans les états financiers en responsabilisant les hauts dirigeants, en imposant la divulgation d'informations complémentaires, des règles plus strictes d'audit interne et externe, en instituant un contrôle par la SEC, en précisant des sanctions pénales à la fraude et en créant le Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), un organisme principalement chargé de contrôler les cabinets d'audit. La loi de sécurité financière (la loi Mer) a suivi en 2003 en apportant des mesures semblables dans le contexte français. Au Canada, la plus importante masse de réformes a eu lieu en 2004, sous forme de règlements. Les autorités de l'Ontario Securities Commission) ont émis des *National Instruments* (NI) et *Multilateral Instruments* (MI) dont l'objectif est, entre-autres, d'harmoniser les pratiques de divulgation d'information dans les rapports annuels et de renforcer la rigueur du travail des auditeurs externes et des comités de vérification. Ces réformes survenues durant la première décennie du 21^e siècle n'ont pu empêcher l'apparition de nouveaux cas de scandales financiers mais ont probablement pu en prévenir plusieurs.

Avec l'adoption des IFRS sur différentes places boursières, le langage des états financiers tend vers l'uniformité. Certains pays européens tel que l'Allemagne, le Norvège, les Pays-Bas et le Royaume-Uni ont créé des mécanismes de contrôle de la mise en application des IFRS dès les

premières années d'adoption (agences spécialisées de contrôle) afin de surveiller les dérogations et la latitude offerte par ces normes et ont également augmenté les sanctions pénales aux dérogations à la normalisation comptable (Christensen et al. 2013). À notre sens, dans le contexte actuel, la conformité à la normalisation comptable est un élément primordial et il serait judicieux de diriger les efforts de réglementation des différentes autorités de contrôle des marchés financiers vers le renforcement de la mise en application de la normalisation comptable en prenant en compte toutes autres possibles interactions institutionnelles.

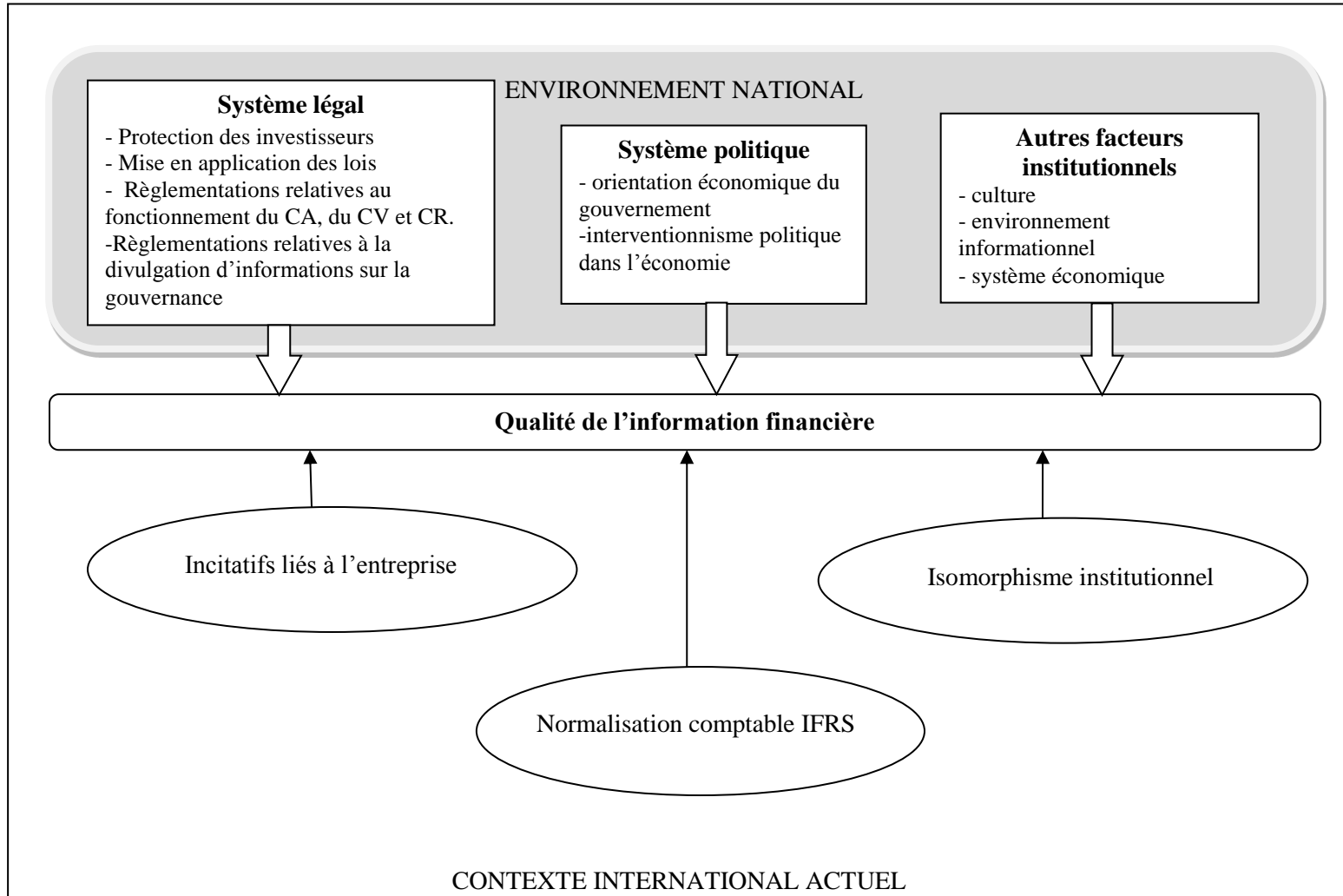


Figure 5. Cadre théorique de la qualité de l'information financière

Bibliographie

Livres:

- David, R. 2002. *Les grands systèmes de droit contemporains*. Traduit par Camille Jauffret-Spinozi, 11e éd., Dalloz, Paris. 553p.
- David, R. et J. Brierly .1985. *Major legal systems in the world today*. 3e ed, Stevens and Sons, London.
- Encyclopedia of business, ethics and society*, Los Angeles : Sage Publications, c2008, 2592p.
- Fermont, M. 2001. *Grands systèmes de droit étrangers*. 4^e éd, Paris : Dalloz, 205p.
- Glendon, M. A., M. Gordon et O. Christopher. 1994. *Comparative legal traditions: text, materials, and cases on the civil and common law traditions, with special reference to French, German, English, and European law*. St. Paul, Minn.:West Publishing Company. 772p.
- Hatch. M. J. 2000. *Théorie des organisations : de l'intérêt de perspectives multiples*, traduction de la première éd. par Christine Delhayé. Paris : De Boeck Université, 418p.
- Merryman, J. H. 1969. *The Civil Law Tradition: An Introduction to the Legal Systems of Western Europe and Latin America*. 1e éd., Stanford, CA: Stanford University Press. 184p.
- North, D. 1990. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. New York: Cambridge University Press, Cambridge, UK, 152p.
- Rials, S. 2003. *Dictionnaire de la culture juridique*. Paris : Lamy-PUF. 1649p.
- Rodière, R. 1979. *Introduction au droit comparé*, Paris: Dalloz. 161p.
- Vanderlinden, J. 1983. *Les systèmes juridiques africains*. PUF, 128p.

Articles:

- Ahmed, A., M. Neel et D. Wang. 2010. Does Mandatory Adoption of IFRS improve Accounting Quality? Preliminary Evidence. *Working Paper*, www.ssrn.com, 52p.
- Ali, A. et L. Hwang. 2000. Country-specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data. *Journal of Accounting Research*, Vol. 38 (1), 1-21.
- Arminjon, P., B. Nolde et M. Wolf. 1950. Traité de droit comparé. *Revue internationale de droit comparé*, Vol. 2 (3), p. 563-566.
- Ball, R., Kothari, S.P. et A. Robin. 2000. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29 (1), 1-51.
- Ball, R., Robin, A., Wu, J., 2003. Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asia countries. *Journal of Accounting and Economics* 36 (1-3), 235-270.
- Barth, M., W-R. Landsman et M. Lang. 2008. «International accounting standards and accounting quality». *Journal of Accounting Research*, vol. 46 (3), p. 467-498.
- Boubakri, N., C. Laurin, Y. Bozec et S. Rousseau. 2011. Incorporation law, ownership structure and firm value: Evidence from Canada. *Journal of Empirical Legal Studies*, Vol. 8, Issue 2, pp. 358-383.
- Bozec, Y., S. Rousseau et C. Laurin. 2008. Law of Incorporation and Ownership Structure: The Law and Finance Theory Revisited. *International Review of Law and Economics*, Vol. 28, 140-149.
- Bradshaw, M. T. et G. S. Miller. 2008. Will harmonizing accounting standards really harmonize accounting? Evidence from non-U.S. firms adopting U.S. GAAP. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 23 (2), p. 233-263
- Burgstahler, D. C., L. Hail et C. Leuz. 2006. The importance of reporting incentives : Earnings management in european private and public firms. *The Accounting Review*, Vol. 81 (5), p. 983-1016.
- Bushman, R. M. et J. D. Piotroski. 2006. Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions. *Journal of Accounting & Economics*, vol. 42, p. 107-148.
- Bushman, R., J. Piotroski, et A. Smith. 2004. What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, Vol. 42 (2), p. 207-252.

- Christensen, H., E. Lee et M. Walker. 2008. Incentives or Standards: What Determines Accounting Quality Changes Around IFRS Adoption? *Working paper*, www.ssrn.com.
- Christensen, H., L. Hail et C. Leuz. 2013. Mandatory IFRS reporting and change in enforcement. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 56, p. 147-177.
- Coase, R. 1960. The problem of social cost. *Journal of Law & Economics*, Vol. 3, p. 1-44.
- Coffee, J. C. 2001. The rise of dispersed ownership: The roles of law and the state in the separation of ownership and control. *The Yale Law Journal*, Vol. 111 (1), p. 1-82.
- Daske, H. et G. Gebhart. 2006. International financial reporting standards and expert's perceptions of disclosure quality. *Abacus*, Vol. 42 (3-4), p. 461-498.
- Deffains, B. et J-D. Guigou. 2002. Droit, gouvernement d'entreprise et marché des capitaux. *Cahier de recherche n 2002-04*, CREFIGE-Université Nancy 2.
- DiMaggio, P. J. et Powell, W. W. 1983. The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, Vol. 48 (2), p. 147-160
- Djankov, S., R. LaPorta, F. Lopez-de-Silanes et A. Shleifer. 2003. Courts. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118(2), p. 453-517.
- Djankov, S., R. LaPorta, F. Lopez-de-Silanes et A. Shleifer. 2008. The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, p. 430-465.
- Doupnik, T. S. et S. B. Salter. 1995. External Environment, Culture, and Accounting Practice: A Preliminary Test of A General Model of International Accounting Development. *International Journal of Accounting*, Vol. 30 (3), p. 189-207.
- Filip, A, R. Labelle et S. Rousseau. 2015. Legal Regime and Corporate Financial Reporting Quality. *Contemporary Accounting Research* doi: 10.1111/1911-3846.12071
- Francis, J. R. et D. Wang. 2008. The Joint Effect of Investor Protection and Big 4 Audits on Earnings Quality around the World. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 25 (1), p. 157-191.
- Gennaioli, N. et A., Shleifer. 2007. The evolution of law. *Journal of Political Economy*, Vol.115 (1), p. 43-68.
- Goodwin, J. A. Kamran et R. Heaney. 2008. The effects of international financial reporting standards on the accounts and accounting quality of Australian firms: A retrospective study. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, Vol. 4 (2), P. 89-119.

- Gray, S. 1988. Towards a theory of cultural influence on the development of accounting systems internationally. *Abacus*, Vol. 24 (1), p. 1-15.
- Grossman, S. et O. Hart. 1988. One-share-one-vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 175–202.
- Haw, I. M., B. B. Hu, L. S. Hwang et W. Wu. 2004. Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra-Legal Institutions. *Journal of Accounting Research*, Vol. 42 (2), p. 423-462.
- Holmlström, B. 1979. Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics*, Vol. 10 (1), p. 74-91.
- Holthausen, R.W. 2009. Accounting standards, financial reporting outcomes, and enforcement. *Journal of Accounting Research*. Vol. 47, p. 447-458.
- Hope, O-K. 2003. Firm level disclosures and the relative rules of culture and legal origin. *Journal of International Financial Management & Accounting*, vol. 14 (1), p. 218-248.
- Hung, M. et K. R. Subramanyam. 2007. Financial statement effects of adopting international accounting standards: the case of Germany. *Review of Accounting Studies*, Vol. 12 (4), p. 623-657.
- Jeanjean, T. et H., Stolowy. 2008. Do Accounting Standards Matter? An Exploratory Analysis of Earnings Management Before and after IFRS Adoption. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 27 , p. 480-494.
- Jensen, M. et W. Meckling. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3(4), p. 305-360.
- Joos, P., Lang, M., 1994. The effects of accounting diversity: evidence from the European Union. *Journal of Accounting Research*, Vol. 34 (Suppl.), p. 141-168.
- Lang, M. H., J. Ready et W. Wilson. 2006. Cross listing, bonding and firm's reporting incentives. *Journal of Accounting & economics*. Vol. 42 (1/2), p 255-283.
- LaPorta, R., F. Lopez-De-Silanes et A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, Vol. 54(2), p. 71-517.
- LaPorta, R., F. Lopez-De-Silanes et A. Shleifer. 2006. What works in securities laws? *Journal of Finance*, Vol. 61(1), p. 1-32.
- LaPorta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer et R. Vishny. 1997. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, Vol. 52(3), p. 1131-1150.

- LaPorta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer et R. Vishny. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy*, Vol. 106(6), p. 1113-1155.
- LaPorta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer et R. Vishny. 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58 (1/2), p3-27.
- Leuz, C., D. Nanda et P. Wysocki. 2003. Earnings management and institutional factors: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, Vol. 69 (3), p. 505–527.
- Nabar, S. et K.K. Boonlert-U-Thai. 2007. Earnings management, investor protection, and national culture. *Journal of International Accounting Research*, Vol. 6, p. 35-54.
- Piot, C., P. Dumontier et R. Janin (2011). IFRS Consequences on accounting conservatism within Europe: The role of Big4 Auditors. *Working Paper*, www.ssrn.com.
- Pagano, M et P. Volpin. 2005. The political economy of corporate governance. *The American Economic Review*, Vol. 95 (4), p. 1005-1030
- Rajan, R. et L. Zingales. 2003. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century. *Journal of Financial Economics*, Vol. 69(1), p. 5-50.
- Raonic, I., S. McLeay et I. Asimakopoulos. 2004. The timeliness of income recognition by European companies: an analysis of institutional and market complexity. *Journal of Business, finance & Accounting*, Vol. 31 (1-2), p. 115-148.
- Roe, M. J. 2006. Legal origins, politics, and modern stock markets. *Harvard Law Review*, Vol. 120 (2), p. 462-527.
- Shleifer, A et R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, Vol. 52(2), p. 737-783.
- Spamann, H. 2006. On the insignificance and/or endogeneity of LaPorta et al's 'antidirector rights index' under consistent coding. *Working paper*, SSRN, 103p.
- Stigler, G. 1964. Public regulation of securities market. *Journal of Business*, Vol. 37, p. 117-141.
- Van Tendeloo, B. et A. Vanstraelen. 2005. Earnings management under German GAAP versus IFRS. *European Accounting Review*, Vol.14 (1), p.155-180.