



**HAL**  
open science

# L'INFLUENCE DES MEDIAS SUR LES PRATIQUES DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

Karen Moris

► **To cite this version:**

Karen Moris. L'INFLUENCE DES MEDIAS SUR LES PRATIQUES DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE. Mesure, évaluation, notation – les comptabilités de la société du calcul, May 2014, Lille, France. pp.cd-rom. hal-01899412

**HAL Id: hal-01899412**

**<https://hal.science/hal-01899412>**

Submitted on 24 Oct 2018

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# ***L'INFLUENCE DES MEDIAS SUR LES PRATIQUES DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE***

## ***THE MÉDIA INFLUENCY ON THE CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES***

Karen MORIS

**Résumé :** Le but de cet article est d'étudier l'influence des médias sur les pratiques de gouvernance d'entreprise. Pour ce faire, un cadre conceptuel analysant l'impact des médias, en tant que mécanisme de gouvernance d'entreprise, sur les changements de différents mécanismes de gouvernance est construit. Différents modèles économétriques s'appuyant sur des données de panel des entreprises du SBF120 sur la période 2008 - 2012 permettent de le tester. Finalement, l'influence des médias en tant que mécanisme de gouvernance est à relativiser. Ils paraissent être influents par le caractère qualitatif de leurs informations, ton positif ou négatif, sur le conseil d'administration ou encore le système de rémunération des dirigeants, mais non par son caractère quantitatif. L'intensivité médiatique qu'ils offrent aux entreprises ne semble pas peser sur la gouvernance des entreprises. En termes d'apports, cet article améliore nos connaissances théoriques et pratiques des médias en tant que mécanisme de gouvernance d'entreprise. Son originalité supplémentaire vient de l'analyse basée sur l'intensivité et la tonalité de la couverture médiatique française.

Mots clés : médias, gouvernance d'entreprise, conseil d'administration, rémunération des dirigeants, création de valeur.

**Abstract:** This article aims to study the influence of media as corporate governance mechanism on the corporate governance practices. To this end, a conceptual framework has been built. This analyses the impacts of media, as corporate governance mechanism on changes in governance mechanisms. Several econometrics models built on panel data on the SBF120 companies for the 2008-2012 period allow to test it. It seems that the influence of media as corporate governance mechanism must be relativized. They seem to have influence by the qualitative nature of their information, their positive or negative tenor of their articles, not by the quantity. The media intensiveness doesn't seem to influence the corporate governance. This article is original because it improves our theoretical and practical knowledge of media as corporate governance mechanism. Moreover it is based on the intensity and on the tenor of French media coverage.

Key words: media, corporate governance, board of directors, CEO compensation, value creation.

## Introduction

Les fraudes comptables et financières du début des années 2000 ont généré un certain nombre de lois ou des codes dits de « bonne gouvernance ». Ces derniers avaient pour optique d'améliorer le système de gouvernance de l'entreprise et sa création de valeur. Ces codes privilégient nettement certains mécanismes de gouvernance d'entreprise (désormais MGE), tout comme les recherches académiques : le conseil d'administration, les comités spécialisés, les systèmes de rémunérations (Wirtz 2005, 2008 ; Aguilera et al. 2008).

Peu de recherches paraissent avoir étudiées l'influence de la presse en tant que MGE. Pourtant, leurs intérêts semblent élevés (Zingales 2000 ; Dyck et Zingales 2002 ; Bebchuk et Fried 2004). Les médias constituent l'un des intermédiaires informationnels principaux aujourd'hui (Healy et Palepu 2001 ; Bushee et al. 2010 ; Bushee et Miller 2012) ce qui leur confèrent le rôle de MGE (Moris 2012). Leur rôle a été reconnu comme essentiel dans la prévention et la détection des fraudes (Miller 2006 ; Dyck et al. 2010). Certains auteurs les caractérisent même d'« *infomediaries*<sup>1</sup> » clé pour les investisseurs (Alvesson 1990 ; Einwiller et al. 2010 ; Jin et Liu 2010). Ils peuvent ainsi influencer sur les perceptions des investisseurs et des parties prenantes (Pollock et Rindova 2003 ; Deephouse et Heugens 2009 ; Pfarrer et al. 2010). Les informations qui leur sont transmises peuvent alors peser sur les dirigeants d'entreprise et entraîner des modifications des pratiques de gouvernance en fonction du contenu des articles ou de la visibilité médiatique offerte aux entreprises (Deephouse 2000 ; Pollock et Rindova 2003 ; Zavyalova et al. 2012). Par ailleurs, la presse peut remplir aussi le rôle de « chien de garde » (Miller 2006 ; Dyck et al. 2010 ; Moris 2011) et pallier les lacunes d'autres mécanismes de gouvernance tel le système juridique et législatif en Russie (Dyck et al. 2008).

Dans le cadre de la théorie positive de l'agence, les médias sont influents et efficaces pour améliorer la création de richesse s'ils entraînent, par leur couverture médiatique, une convergence des intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. Pour ce faire, ils peuvent influencer sur la composition du système de gouvernance des entreprises, combinaison de MGE dont le but est de réduire les conflits d'intérêts et les asymétries d'information, sources de destruction de valeur, en gouvernant le dirigeant. Les études réalisées préconisent plusieurs changements. Certaines suggèrent l'introduction d'un nombre plus important de membres externes dans le conseil d'administration (désormais CA) (Fama 1980 ; Fama et Jensen 1983 ; Hermalin et Weisbach 1988, notamment), des modifications dans les systèmes de rémunération (Gomez-Mejia et al. 1987 ; Jensen et Murphy 1990 ; Boeker 1992 ; Jensen 1993 ; Beatty et Zajac 1994 ; Sapp 2008), le départ des dirigeants<sup>2</sup> (Fama 1980 ; Weisbach 1988).

Mais la question de leur influence en tant que MGE demeure. Sous l'hypothèse de maximisation de leurs profits, les médias peuvent sélectionner ou orienter l'information qu'ils diffusent. Par conséquent, des doutes peuvent naître quant à la qualité de l'information transmise (Andina-Díaz 2009 ; Gentzkow et Shapiro 2006, 2010). Ainsi, les médias en tant que chien de garde<sup>3</sup> sélectionnent les entreprises qu'ils suivent et peuvent les dénoncer si ces dernières fraudent (Miller 2006 ; Moris 2011). Ensuite, les médias peuvent peser sur les

dirigeants d'entreprises par l'intermédiaire de la réputation (Deephouse 2000). De nombreuses études ont montré que, pour une entreprise, la réputation est un actif intangible ayant de plus en plus de valeur. Elle leur permet de créer des avantages comparatifs, et d'augmenter leurs performances (Rao 1994 ; Zuckerman 1999 ; Deephouse 2000 ; Pollock et Rindova 2003 ; Deephouse et Carter 2005 ; Martins 2005 ; Kennedy 2008 ; Pollock et al. 2008 ; Liu et McConnell 2013). Selon la couverture médiatique dont elle fait l'objet, dans le cas où sa réputation en pâtit, les organes de direction peuvent choisir alors de modifier certains MGE afin de la restaurer ou de l'améliorer. Ils peuvent aussi n'avoir aucune influence. Ils n'ont alors pas d'impacts sur les systèmes de gouvernance d'entreprise (par la suite, SGE). Par exemple, d'autres MGE compensent ou pallient leurs effets (Karpoff et al. 2005 ; Bhattacharya et al. 2009). Dans le cadre théorique néo-institutionnel (DiMaggio et Powell 1983), les médias peuvent également contribuer à construire ou à détruire la légitimité des entreprises (Suchman 1995 ; Deephouse 1996 ; Deephouse et Carter 2005).

Malgré la pertinence d'études portant sur l'impact des médias sur les changements de MGE, seules quelques rares études semblent avoir été effectuées (Farrell et Whidbee 2002 ; Core et al. 2008 ; Bednar 2012).

Les réflexions précédentes mettent en lumière l'objectif de cet article et sa pertinence : étudier l'influence des médias sur les pratiques de gouvernance d'entreprise. Autrement dit, il est question d'analyser l'impact des médias sur le système de gouvernance d'entreprise en tant que mécanisme de gouvernance au travers de la visibilité et de la légitimité qu'ils peuvent offrir.

La réalisation de cet objectif passe par l'étude des conséquences du ton des articles que la presse publie et de l'intensivité médiatique qu'elle offre aux entreprises, sur les pratiques de gouvernance d'entreprise.

Cet article présente plusieurs contributions originales. Sur le plan théorique, notre compréhension du rôle de la presse en tant que MGE sur le système de gouvernance est améliorée. Nos apports sont importants dans la mesure où les médias constituent un MGE encore peu étudié (Zingales 2010) et que beaucoup d'études portent sur peu de MGE et sur des MGE dits classiques (conseil d'administration, etc.). Ainsi l'influence des médias est analysée sous deux angles, un angle disciplinaire via la visibilité et un angle de constructeurs et de destructeurs de légitimité via la tonalité des informations qu'ils diffusent.

Ensuite, la plupart des études de ce type se focalisent sur les États-Unis. Or cette question de recherche n'est pas spécifique à ce pays (Sapp 2008). Le cas de la France se révèle alors intéressant. De nombreux débats sociétaux touchant les SGE, souvent animés par les médias, traversent souvent ce pays. En outre, ses cadres financier et institutionnel diffèrent de ceux des pays régulièrement étudiés.

Sur le plan méthodologique, nous mettons en œuvre une analyse textuelle originale du contenu des articles de presse en se basant sur leur connotation, traduit par le concept de « ton ». Ce choix ouvre la voie à d'autres recherches de ce style.

Enfin, sur le plan managérial, les dirigeants d'entreprise et les parties prenantes possèdent à présent une meilleure connaissance de l'influence des médias en tant que MGE.

Pour parvenir à notre objectif, dans un premier point, une revue de littérature est réalisée permettant d'élaborer le cadre théorique (1). Dans un second point, la méthode plutôt

originale est explicitée (2). Dans un troisième point, les résultats sont présentés (3). Enfin nous concluons (4).

## 1. Revue de littérature et cadre conceptuel

Dans le cadre de la théorie disciplinaire de la gouvernance d'entreprise, issue de la théorie de l'agence (Jensen et Meckling 1976), la firme est un nœud de contrats. Dans cette vision contractuelle, articulée autour de la notion de relation d'agence, peuvent apparaître des conflits d'intérêts et des asymétries d'informations entre les agents (dirigeant/actionnaires...). De ces derniers peuvent découler des coûts d'agence, qui peuvent réduire la création de valeur de l'entreprise. Dans cette vision dite disciplinaire, le SGE<sup>4</sup> constitue, alors, un moyen de réduire ces coûts. Il tente de faire converger les intérêts du dirigeant avec ceux des actionnaires et de l'inciter à maximiser la création de valeur pour ces derniers.

Globalement, les médias peuvent affecter les entreprises et contribuer à l'amélioration de leur création de valeur en pesant sur la réputation et la légitimité de leurs dirigeants ou sur celle de l'entreprise. Ils peuvent les améliorer ou les détruire par la visibilité qu'ils donnent aux entreprises et par le contenu et le style des informations qu'ils transmettent. En mettant en lumière l'entreprise, la visibilité médiatique peut permettre d'augmenter l'information à disposition des lecteurs et des parties prenantes des entreprises (Yates et Richard 2000 ; Pollock et Rindova 2003 ; Dyck et al. 2008 ; Barber et Odean 2008 ; Nguyen 2011). Par exemple, certaines informations peuvent critiquer les performances des entreprises et réduire les conflits d'intérêts et les asymétries d'informations. Elles peuvent aussi participer à la formation des évaluations et impressions des investisseurs et des partenaires de l'entreprise au travers des informations transmises positives, négatives ou neutres, donc le ton des informations, et impacter la légitimité de l'entreprise. La mesure du ton des médias est utilisée dans plusieurs domaines : en management (Deephouse 2000 ; Pollock et Rindova 2003 ; Pfarrer et al. 2010), en communication (Carroll 2009), en économie (Houser et Wooders 2006), en finance (Tetlock et al. 2008 ; Pfarrer et al. 2010 ; Zavyalova et al. 2012), entre autres). Via cette visibilité et ces cadrages de tonalité, ils peuvent rendre une entreprise plus ou moins attrayante et donc plus ou moins légitime (Suchman 1995). Cette visibilité et cette légitimité peuvent alors modifier l'organisation de l'entreprise et son système de gouvernance.

Dans cette veine, les actionnaires peuvent utiliser les médias pour surveiller et faire pression sur les membres du CA ou les dirigeants afin que des MGE soient mis en place sauvegardant leurs intérêts (Girard 2001 ; Joe et al. 2009). Citons l'exemple de l'actionnaire activiste Robert Monks qui en, avril 1992, avait acheté une pleine page de publicité dans le *Wall Street Journal*. Cette page exposait une photo des membres du CA de l'entreprise *Sears* avec le titre d'actifs non performants. Finalement, face à cette campagne médiatique, les dirigeants de *Sears* ont accepté certaines de ses propositions (Skeel 2001). En outre, les médias peuvent aussi surveiller les manipulations éventuelles des dirigeants durant le processus de décision de la rémunération des dirigeants (Bertrand et Mullainathan 2000), contribuer à aider les actionnaires activistes à remporter un vote lors des batailles de procurations<sup>5</sup> (Ertimur et al. 2010) ou à les aider lors de procès contre une entreprise (Fich et

Shivdasani 2007). Les médias peuvent aussi inciter les dirigeants d'entreprise à renoncer à des investissements destructeurs de valeur (Liu et McConnell 2013).

Toutefois, cette influence bénéfique des médias sur la création de valeur de l'entreprise peut être remise en cause. Elle l'est lorsqu'ils n'ont pas d'impacts ou lorsque leurs effets contribuent à détruire de la valeur.

Cette remise en question peut être due au comportement de recherche de maximisation de leur profit. Ainsi Strömberg (2004) montre que les comportements des médias sont dictés, en partie, par leur structure de coûts et de revenus. Ces comportements déterminent leurs traitements de l'information puis leur offre. Dans cette optique, ils peuvent sélectionner les informations ou les orienter. Miller (2006) et Moris (2011) ont montré que la presse sélectionne les entreprises qu'elle couvre et les fraudes qu'elle dénonce afin de maximiser ses profits. La presse peut aussi choisir le type de résultats des entreprises à publier, soit sous la forme des normes *GAAP*<sup>6</sup> américaines, soit sous la forme dite *pro forma* (Sadique et al. 2007). D'ailleurs, comme le rappelle Jensen (1979) dans un article pionnier, le comportement des médias est à analyser comme un marché d'offre et de demande d'information entre les médias et leurs consommateurs. Les médias sont alors tentés de « biaiser » leurs informations afin de proposer des divertissements plutôt que de l'information (Jensen 1979), de coller aux croyances des lecteurs (Mullainathan et Shleifer 2002) ou de coller à leur hétérogénéité (Mullainathan et Shleifer 2005). Mais cette orientation des articles peut aussi être réalisée pour ne pas se couper de revenus publicitaires ou d'un accès à des sources (Dyck et Zingales 2003a, 2003b). Dans le même ordre d'idée, Ellman et Germano (2009) s'interrogent sur ce que privilégient les journaux : la publication d'encarts publicitaires ou celle d'informations. Mais ces biais peuvent aussi provenir d'une entente entre les médias et les entreprises pouvant alors remettre radicalement en cause leur influence positive sur la création de valeur en tant que MGE. Muggli et al. (2004) mettent au jour la collusion entre certaines entreprises de tabac, notamment Philip Morris et la presse (recrutement de journalistes par l'entreprise, subventionnement des écoles de journalisme, etc.).

Mais de manière complémentaire, les médias peuvent aussi ne pas peser sur les organes de direction et ne pas avoir d'influence involontairement et/ou parce que les autres MGE contrecarrent leurs effets. Bhattacharya et al. (2009) mettent en lumière que les médias peuvent ne pas modifier les comportements des investisseurs malgré le traitement biaisé de leurs articles. Lors de la bulle dite d'« Internet », les investisseurs semblent ne pas avoir tenu compte de l'augmentation de l'offre d'information et de la couverture positive des entreprises offertes par les médias. Ils feraient preuve d'un processus d'apprentissage qui leur permettrait de « débiaiser » ce traitement. L'étude de Picou (2013) approfondit la relation informations - réaction des actionnaires en distinguant plusieurs types d'informations et de bénéficiaires. Ils montrent que les actionnaires qui ont accès aux annonces surprises des entreprises (par des dépêches, des liens avec les organes de direction) avant la diffusion par des médias grand public ordinaires, sont avantagés par rapport aux autres. L'information diffusée plus tard ne permet pas au second type d'actionnaires de l'utiliser. Par conséquent, les médias peuvent ne pas être influents par leur absence d'impacts finaux sur les dirigeants. Les médias eux-mêmes peuvent être influencés par les dirigeants d'entreprises au travers des communications diverses des entreprises et diffuser par conséquent des informations erronées ou manipulées. Brennan, et Merkl-Davies (2013) montrent que les managers peuvent orienter et modifier les impressions et jugements des actionnaires et des partenaires de l'entreprise au travers du style

utilisé dans les rapports de gestion, les communiqués de presse, les prospectus à destination des autorités financières, etc.

Dans un autre ordre d'idée, les médias peuvent aussi agir sur le dirigeant au travers de la réputation et pourtant ne pas être influents. C'est ce que montrent Karpoff et al. (2005). Une entreprise fraudant les lois et règlements environnementaux subit une perte de sa valorisation boursière mais cette baisse de valorisation ne tient compte que des pénalités financières reçues. Il ne paraît pas y avoir de chute de la valorisation due à une détérioration de l'image ou de la réputation de l'entreprise auprès des consommateurs ou investisseurs. Pour Plater (2006), cela peut s'expliquer par une mauvaise couverture de ces affaires liée à leur complexité, l'absence d'attrait, l'incertitude qui les entoure ou l'incompétence des journalistes.

Mais les médias peuvent aussi avoir des effets néfastes en matière de création de valeur de l'entreprise.

Ainsi, la gestion opaque et illégale du groupe Enron était connue avant 2001 de certains acteurs selon Van Niel et Rapoport (2004). L'absence de remise en cause de ce modèle ne venait pas de sa complexité mais plutôt de la vaste campagne médiatique positive et orientée dont elle bénéficiait. Comme ces chercheurs l'argumentent dans leur enquête, dès le départ, les médias ont loué cette industrie en construisant finalement une image très éloignée de la réalité. En 1996, le *Washington Post* parle d'Enron comme du « titan de l'industrie du gaz ». En 1998, *Fortune* le nomme « géant du gaz et de l'électricité intégrée du monde » ; en 2000, ce même magazine classe cette société au 25<sup>ème</sup> rang des entreprises les plus admirées au monde. Encore en 2001, *The Economist* fait référence à Enron comme étant « un courtier de l'énergie totalement couronné de succès ». Les médias ont donc construit une image et trompé les individus sur l'état réel de cette entreprise. Ils ont ainsi offert la possibilité aux dirigeants de gagner en latitude managériale en ne contrôlant et en ne surveillant pas suffisamment cette entreprise.

Cependant, les médias peuvent également participer à la construction de la légitimité des entreprises. Pour Highhouse et al. (2009), la légitimité se réfère à un jugement partagé sur l'appropriation des normes des organisations, autrement dit à une acceptation des organisations selon qu'elles ont plus ou moins accepté les normes et règles sociales (Deephhouse et Suchman 2008). Dans une perspective néo-institutionnelle (Meyer et Rowan 1977 ; DiMaggio et Powell 1983), les informations qu'ils colportent peuvent concourir aux forces isomorphiques et à la construction de la légitimité des entreprises. Cela peut être le cas lorsqu'ils forment les évaluations et impressions des investisseurs et des partenaires de l'entreprise en transmettant des informations soit quantitatives au travers de la visibilité qu'ils offrent aux entreprises, qualitatives lorsque le ton des articles est positif, négatif ou neutre (Aerts et Cormier 2009). Via cette visibilité médiatique et ces différentes tonalités des articles participant à l'élaboration de la légitimité des entreprises, ils peuvent rendre ces dernières plus ou moins attrayantes et donc plus ou moins légitimes (Suchman 1995). Cette visibilité et cette légitimité peuvent alors changer les pratiques de gouvernance d'entreprise.

En résumé, les résultats de la couverture médiatique d'une entreprise ou de ses dirigeants sur les changements en matière de MGE et de création de valeur de l'entreprise, sont ambigus.

Afin de tenter de lever cette ambiguïté ou de mieux la comprendre, nous étudions leurs impacts sur des MGE relatifs aux organes de contrôles : le CA et les comités spécialisés, et ceux relatifs au système de rémunération des dirigeants.

Ces différents mécanismes ont été retenus, premièrement, car ils permettent faire des liens avec de précédentes études. Cela peut être par rapport à l'impact d'un MGE sur d'autres MGE (Broye et Moulin 2010 ; Bednar 2012) ou sur les parties prenantes tels les actionnaires (Pollock et Rindova 2003 ; Pfarrer et al. 2010, notamment). Deuxièmement, sur le plan pratique, la probabilité que les médias aient une incidence sur ces MGE paraît élevée.

## 1.1 Le conseil d'administration

Dans une perspective d'agence, le CA est l'un des organes principaux de surveillance et de contrôle des dirigeants (Fama 1980 ; Fama et Jensen 1983). Il serait d'autant plus efficace dans ces missions que la part de membres indépendants ou externes le constituant serait élevée. Les membres externes, en fournissant des informations et en remplissant des fonctions de surveillance du dirigeant contribueraient à améliorer la création de valeur. Un grand nombre d'études empiriques et théoriques ont confirmé par la suite ce résultat. Cela peut être au travers de l'étude du *turnover* du dirigeant (Coughlan et Schmidt 1985 ; Warner et al. 1988 ; Weisbach 1988) ou de l'intégration de membres externes dans le CA après la réalisation de mauvaises performances (Hermalin et Weisbach 1988), ou encore de lancement de mouvements de restructuration (Johnson et al. 1993). Dans cette veine, Yermack (2004) a constaté que les pressions médiatiques ont conduit notamment les sociétés Archer Daniels Midland, American Express, W.R. Grace et Walt Disney à remplacer certains membres du CA ou à en changer la composition. Les médias ont permis d'augmenter la pression des actionnaires qui ont alors vu leurs propositions de réformes acceptées. Dans la même veine, Joe et al. (2009) observent que les CA, inefficaces, subissant une couverture négative mettent en place des mesures correctives en matière de SGE, ainsi remplissent mieux leurs missions et améliorent la création de valeur pour les actionnaires. Parmi, les mesures prises, il y a le remplacement du dirigeant et du président du CA et une augmentation du nombre de membres indépendants dans le CA.

Par conséquent, nous suggérons que,

pour à la participation des médias à la construction de la légitimité de l'entreprise, au travers du ton,

H1a : Il existe une relation négative entre la part positive du ton de la couverture médiatique et le nombre de membres indépendants dans le CA

et pour leur aide à la visibilité de l'entreprise via l'intensivité médiatique,

H1b : L'intensivité de la couverture médiatique est liée positivement à la part des membres indépendants du CA.

## 1.2 La création de comités spécialisés

Lorsque le CA se dote de comités spécialisés (comité d'audit, de rémunération, de nomination, de stratégie, d'éthique, de développement durable, etc.), il bénéficie d'un travail de préparation approfondi sur le fonctionnement de l'entreprise (examen des comptes, suivi de l'audit interne, etc.). Par conséquent, leur existence peut permettre un meilleur contrôle des dirigeants. Comme le rappellent Hermanson et al. (2012), dans leur étude du fonctionnement des comités de rémunération, les informations diffusées par les médias influencent le processus de décision de ce comité.

Ces arguments permettent de supposer que,  
pour à sa contribution à la construction de la légitimité de l'entreprise par le ton,  
H2a : La part positive du ton de la couverture médiatique est corrélée négativement à l'augmentation du nombre de comités spécialisés

Et pour son concours à la visibilité de l'entreprise au moyen de l'intensivité médiatique,  
H2b : L'intensité de la couverture médiatique est corrélée négativement à l'augmentation du nombre de comités spécialisés.

## 1.3 Le système de rémunération

Le système de rémunération des dirigeants est un MGE régulièrement étudié (par exemple, Broye et Moulin 2010). Il peut être composé de trois variables (Crystal 1984 ; Bednar 2012) : une part fixe reflétant le salaire, une part variable à court terme traduisant les bonus et les primes reçues durant l'année, et d'une part variable à long terme incarnée par les stock-options et les actions gratuites. Dans la littérature, une rémunération élevée est souvent vue comme le signal d'une domination managériale sur le CA (Gomez-Mejia et al. 1987) ou l'extraction de bénéfices privés de la part des managers (Baker et al. 1988). Ces phénomènes peuvent conduire à une réduction de la valeur créée pour les actionnaires (Gomez-Mejia et al. 1987 ; Core et al. 2008). Par ailleurs, les médias en exposant les rémunérations jugées trop hautes peuvent endommager la réputation de l'entreprise et celle des membres du CA (Fama et Jensen 1983). Ces derniers peuvent alors tenter de freiner ces dommages en limitant cette rémunération voire en en réduisant le montant total. Ils peuvent aussi essayer d'en limiter la publicité. Certaines entreprises qui versent des rémunérations excessives ont tendance à ne pas respecter les règles de divulgation de l'information concernant les rémunérations imposées par la SEC<sup>7</sup> (Robinson et al. 2011).

Plutôt que de se baser sur la rémunération totale, les médias peuvent aussi avoir une incidence sur les parts variables et exceptionnelles. Les dirigeants ont tendance à préférer une rémunération non contingente aux performances (Beatty et Zajac 1994). Par conséquent, dans une vision disciplinaire, l'introduction d'une part contingentée aux performances peut permettre d'inciter les dirigeants à se comporter dans les intérêts des actionnaires. En conséquence, il est probable que, selon la couverture de l'entreprise (ou du dirigeant), les

organes de direction choisissent de modifier le système de rémunération en fonction des performances de l'entreprise, dans un sens plus disciplinaire. En cas de performances négatives (plus faibles que les années précédentes ou des pertes), ils peuvent ainsi augmenter la part incitative (flexible) de la rémunération ; tandis qu'en cas de bonnes performances (amélioration des performances par rapport à l'année précédente ou profits sur l'année en cours), ils favorisent plutôt la part fixe au détriment de la part variable ou une hausse de la rémunération totale. Ceci peut provenir du fait que la valeur des dirigeants augmente dans l'esprit des actionnaires et des membres des organes de direction (Hayward et al. 2004 ; Malmendier et Tate 2009).

Nous en déduisons les hypothèses suivantes,

pour à la participation des médias à l'élaboration de la légitimité de l'entreprise à l'aide du ton,

H3a : Il existe une relation négative entre la part positive de couverture médiatique et le montant de la rémunération fixe du dirigeant

H3b : Il existe une relation positive entre la part positive de couverture médiatique et le montant de la rémunération incitative totale du dirigeant

H3c : Il existe une relation positive entre la part positive de couverture médiatique et le montant de la rémunération totale du dirigeant

Et pour leur contribution à la visibilité de l'entreprise grâce à l'intensivité médiatique,

H3d : Il existe une relation négative entre l'intensivité de la couverture médiatique et le montant de la rémunération fixe du dirigeant

H3e : Il existe une relation positive entre l'intensivité de la couverture médiatique et le montant de la rémunération incitative totale du dirigeant

H3f : Il existe une relation positive entre l'intensivité de couverture médiatique et le montant de la rémunération totale du dirigeant.

## **2. Méthode**

La méthode est présentée en quatre temps. Tout d'abord, est expliquée la construction des bases de données (2.1), ensuite celle des variables indépendantes, (2.2), puis celle des autres variables (2.3) et, enfin, le traitement des données (2.4).

### **2.1 Échantillons : entreprises et couverture médiatique**

Plusieurs bases de données ont été construites. Elles sont liées à la constitution d'un échantillon d'entreprises tirées du SBF<sub>120</sub><sup>8</sup>. Ce type d'entreprises est soumis à des obligations donnant accès plus facilement à des informations. En outre, étant donné que ces entreprises sont cotées et de grande taille, elles sont susceptibles d'intéresser les parties prenantes (Miller 2006 ; Moris 2011) et les médias (Jamieson et Campbell 2001). Les premiers ont besoin

d'information pour évaluer l'entreprise et analyser son fonctionnement ; les seconds souhaitent avoir des informations médiatiques attrayantes donc vendeuses.

La période d'étude s'étend de 2008 à 2012. Elle permet de réaliser une analyse de moyen terme et d'englober un certain nombre de phénomènes pouvant jouer sur notre analyse (crise des « *subprimes* », scandales comptables et financiers par exemple).

Grâce à cette base initiale, deux autres bases ont été constituées : une pour les deux types de couvertures médiatique de ces entreprises, intensivité médiatique et tonalité des articles (variables explicatives) et l'autre pour les MGE pouvant subir cette couverture médiatique (variables à expliquer).

La première est élaborée à partir de la base de données internationales Factiva. Les recherches sont réalisées au moyen de filtres afin de ne sélectionner que les articles pertinents concernant l'entreprise-cible. Le filtre est élaboré autour de plusieurs critères (cf. annexe 2). En bref, le nom du dirigeant de l'entreprise est couplé avec le nom de l'entreprise ou des dérivés afin de ne pas oublier d'articles. Les recherches se font pour chaque année. Les sources sont « tous les journaux européens » en langue française. Ces sources permettent de disposer ainsi du plus large échantillon d'articles pouvant influencer sur les MGE des entreprises-cible, d'avis très différents et variés en fonction de la publication. Une vérification des articles extraits est ensuite réalisée manuellement pour supprimer les articles non appropriés.

La seconde base concerne une série de MGE de notre échantillon. Ces informations sont extraites des rapports de gestion et vérifiées, et complétées par la base de données financières Factset.

L'échantillon d'articles de presse est composé de 31 355 articles ; celui des entreprises, de 98 entreprises du fait de données manquantes.

## **2.2 Variables indépendantes : ton des articles et intensivité de la couverture médiatique**

L'influence des médias est évaluée par l'intermédiaire de deux variables explicatives : le ton des articles (2.2.1) et l'intensivité de la couverture médiatique (2.2.2).

### *2.2.1 Le ton des articles*

Étant donné l'importance de la variable « ton des articles » et son originalité par rapport aux recherches antérieures, nous présentons sa construction de manière détaillée.

Cette dernière s'est effectuée en deux temps. Dans un premier temps, un traitement des articles a été effectué pour mesurer la part positive, la part neutre et la part négative du contenu des articles de presse.

Pour ce faire, nous avons eu recours au logiciel *Linguistic Inquiry Word Count (LIWC)*. Son programme est basé sur un algorithme qui classe les mots d'un texte dans des catégories selon un dictionnaire. Il compte le pourcentage de mots présents dans le texte se rapportant à ces différentes catégories. Ces catégories ont été validées au travers d'une grande variété de différents types de documents et dans différents domaines et vérifiées par l'humain

(psychologie tout d'abord, puis littérature, gestion, etc.). Il permet ainsi, notamment, de faire ressortir la valence positive et négative des mots utilisés dans l'écriture des articles de presse. Il a déjà été utilisé pour estimer le ton des médias en management et en finance (Pollock et Rindova, 2003 ; Wiesenfeld et al. 2008 ; Pfarrer et al. 2010 ; Zavyalova et al. 2012 ; Bednar 2012, entre autres).

L'utilisation de ce logiciel d'analyse textuelle présente plusieurs avantages. Tout d'abord, il s'appuie sur de nombreuses recherches antérieures diverses, il est régulièrement actualisé et amélioré. Plus généralement, ce type de logiciel évite des jugements humains dans l'analyse des termes et applique le même traitement à tous les articles. Enfin, le traitement est parcimonieux, objectif, « répliquable » et transparent (Tetlock et al. 2008). 31 355 articles ont été traités<sup>9</sup>.

Dans un deuxième temps, pour évaluer le type de couverture médiatique global, positive ou négative, supporté par chaque entreprise chaque année, et appréhendé par la variable :  $TONARTICLE_t$ , le coefficient de « déséquilibre »<sup>10</sup> de Janis et Fadner (1965) (désormais JF) a été calculé. Il a été employé dans de précédentes recherches soit pour capturer la résonance affective globale de l'article (Pfarrer et al. 2010) soit le ton des médias (Janis et Fadner 1965 ; Deephouse 2000 ; Pollock et Rindova 2003 ; Pfarrer et al. 2010 ; Liu et McConnell 2013, notamment).

Ce coefficient est égal à  $\frac{(P^2 - PN)}{V^2}$  si  $P > N$  ; 0 si  $P = N$  ; et  $\frac{(PN - N^2)}{V^2}$  si  $N > P$

Avec  $P$  le nombre d'articles positifs,  $N$ , le nombre d'articles négatifs et  $V$  le nombre total d'articles, sur une entreprise, durant une année. Le coefficient donne une note de -1 à 1, 1 signifie un ton totalement positif et -1 un ton totalement négatif, 0 donne une couverture neutre. Pour une question pratique, les notes sont multipliées par 100.

Finalement, un article a été retenu comme positif si son ratio « positif » était supérieur ou égal à 60 % du contenu total affectif et négatif si le résultat du ratio « négatif » était supérieur à 60 %. Les articles n'entrant pas dans l'une de ces catégories ont été considérés comme « neutres ».

### 2.2.2 L'intensivité de la couverture médiatique

La variable concernant l'intensivité de la couverture médiatique permet de prendre en compte la visibilité offerte à l'entreprise par la presse. Elle peut influencer sur la structure du SGE. Cette visibilité se décline par la variable :  $VISIBILITE_t$ . Elle est mesurée par le nombre d'articles de presse total dont elle fait l'objet annuellement (Miller 2006 ; Moris 2011).

Après avoir expliqué l'élaboration de la variable indépendante, maintenant, nous présentons l'explication de celle des autres variables.

## 2.3 Les MGE et les variables de contrôle

### 2.3.1 Les variables liées aux MGE

Comme il a déjà été expliqué, les MGE retenus sont l'indépendance des membres du CA, l'existence de comités spécialisés et le système de rémunération des dirigeants. Aucun décalage temporel n'est introduit. Nous supposons que les liens entre la couverture

médiatique (positif/négatif) dont l'entreprise fait l'objet et la variable dépendante reflétant le MGE étudié peuvent se produire durant la même année.

#### *L'indépendance du CA*

Elle est évaluée en fonction de la part des membres dits indépendants le composant,  $partINDCA_t$ . La notion d'indépendance est celle du rapport du gouvernement d'entreprise Bouton (2002). Elle rejoint les critères de la base de données *Risk Metrics*. En bref, seuls les administrateurs sans lien de familles ou d'affaires avec l'entreprise ont été codés comme indépendants (Anderson et Reeb 2004).

#### *La création de comités spécialisés*

Le nombre et la nature des comités spécialisés dépendent du CA de l'entreprise (comité de compte ou d'audit, comité de nomination, comité de comité pour la stratégie, pour les plus courants). L'existence de ces comités est évaluée par la somme totale de comités spécialisés, donnée par  $NBRECOM_t$ .

#### *Le système de rémunération*

Pour les besoins de notre analyse, trois variables ont été construites<sup>11</sup> : la rémunération fixe versée au titre de l'année  $t$ ,  $REMFixe_t$  (Broye et Moulin 2010), la rémunération totale versée au titre de l'année  $t$ ,  $LNREMTOT_t$  (Core et al. 2008), et la rémunération incitative (somme de la part variable de la rémunération pour l'année  $t$  et la valeur des stock-options attribuées au cours de l'exercice  $t$ ),  $LNREMinctTOT_t$ .

Les données sur les rémunérations se basent sur les montants extraits des rapports annuels des entreprises constituant l'échantillon. Il a fallu calculer la valeur des stock-options<sup>12</sup>. Malgré les limites, la littérature retient classiquement, le modèle d'évaluation de Black et Scholes (1973). Elle est également préconisée par la norme comptable IFRS 2.

#### *2.3.2. Les variables de contrôle*

Des risques d'endogénéité peuvent exister entre la couverture médiatique et les MGE. Afin de le réduire, un grand nombre de variables de contrôle sont incluses dans le modèle (Bednar 2012). Là, encore, aucun décalage n'est introduit, nous considérons que les effets se produisent la même année.

*Les performances de l'entreprise* sont susceptibles d'entraîner des changements dans les mécanismes de gouvernance retenus. Par exemple, un CA dont l'entreprise sera plus performante pourrait avoir tendance à récompenser les dirigeants pour ces performances donc à augmenter le niveau de rémunération. Cette performance est mesurée d'une part par la rentabilité économique appréhendée par la rentabilité des actifs, le *Return On Asset* ( $ROA_t$ ), ainsi que par la rentabilité boursière, reflétée par le *Return On Equities* ( $ROE_t$ ).

*Les caractéristiques des dirigeants* peuvent influencer la stratégie de l'entreprise (Hambrick et Mason 1984) et donc le choix des MGE. Nous retenons le nombre d'années d'ancienneté du dirigeant à son poste,  $AncienneteDIR_t$  ainsi que son âge,  $AgeDIR_t$ .

*La taille de l'entreprise* peut aussi influencer la nature des mécanismes de gouvernance mis en place, ceux-ci pouvant refléter la stratégie ou l'organisation de l'entreprise décidées par les organes de direction. Cette dernière est mesurée par le logarithme du chiffre d'affaires ( $LNChiAFF_t$ ), et/ou par le logarithme de la capitalisation boursière ( $LNCAP_t$ ).

*La nature du contrôle de l'entreprise* peut vraisemblablement influencer sur la composition du SGE. Dans la perspective de la théorie de l'agence, l'existence d'un bloc de contrôle externe peut expliquer la présence de mécanismes jugés plus disciplinaires ayant pour effet une meilleure convergence des intérêts des dirigeants et des actionnaires (système de rémunération...). Ils ont une incitation plus élevée à surveiller les pratiques des dirigeants (Denis et al. 1997). L'effet est opposé si le contrôle est plutôt exécuté par le dirigeant, par exemple, dans le cas d'un actionnariat dispersé. Enfin, nous étudions également l'impact des investisseurs institutionnels, puisque ces derniers ont tendance à inciter le dirigeant à se comporter dans l'intérêt des actionnaires (Dyck et al. 2008 ; Kim et al. 2009, notamment).

Pour résumer, la variable, BlocCONT<sub>t</sub> prend la valeur 1, s'il existe un actionnaire externe détenant plus de 5 % des droits de vote et 0 sinon. Si le contrôle est managérial, c'est-à-dire qu'il n'existe pas d'actionnaires externes détenant un bloc de contrôle<sup>13</sup> et que le dirigeant détient plus de 5 % des droits de vote, la variable DirCONT<sub>t</sub> prend la valeur 1, 0 sinon. Enfin, le rôle des investisseurs institutionnels est estimé par la variable, DVINST<sub>t</sub>, correspondant au pourcentage de droits de vote qu'ils détiennent.

Les variables utilisées sont récapitulées dans le tableau 1 suivant.

**Tableau 1 : récapitulatif des variables**

Variables		Descriptions	Sources
Ton des médias	TONARTICLE <sub>t</sub>	Connotation de l'article (de -1, la plus négative, à +1, la plus positive)	Traitements effectués à l'aide du logiciel LIWC sur un vaste échantillon d'articles de presse concernant les entreprises de notre échantillon de 2008 à 2012. Les articles sont tirés de la base de données FACTIVA
Intensivité médiatique de l'entreprise	VISIBILITE <sub>t</sub>	Nombre d'articles publiés sur chacune des entreprises de l'échantillon	Échantillons d'articles de presse, de 2008 à 2012 (combinaison avec le nom du dirigeant d'entreprise), extraits de la base de données FACTIVA
Indépendance du CA	partINDCA <sub>t</sub>	Pourcentage des membres indépendants du CA	Rapport de gestion
Existence de comités spécialisés	NBRECOM <sub>t</sub>	Nombre de comités spécialisés existants (comité d'audit, de rémunération et de stratégie)	Rapport de gestion
Système de rémunération			
Rémunération totale	LNREMTOT <sub>t</sub>	Logarithme de la	Rapport de gestion

		rémunération fixe et incitative totale	
<i>Rémunération incitative totale</i>	$LNREMincTOT_t$	Logarithme de la rémunération incitative totale	Rapport de gestion
<i>Rémunération fixe</i>	$LNREMfixe_t$	Logarithme de la rémunération fixe	Rapport de gestion
Performances de l'entreprise	$ROA_t$	ROA	Base de données Factset
	$ROE_t$	ROE	Base de données Factset
Caractéristiques des dirigeants	$AgeDIR_t$	Age des dirigeants	Rapport de gestion
	$AnciennetéDIR_t$	Ancienneté du dirigeant à son poste	Rapport de gestion
Taille de l'entreprise	$LNCAP_t$	Logarithme de la capitalisation boursière de l'entreprise	Base de données Factset
	$LNChiAFF_t$	Logarithme du chiffre d'affaires de l'entreprise	Base de données Factset
Système de contrôle			
<i>Bloc de contrôle externe</i>	$BlocCONT_t$	Variable dichotomique prenant la valeur 1 dans le cas de l'existence d'un bloc de contrôle externe, 0 sinon	Rapport de gestion La valeur 1 correspond à l'existence d'un actionnaire externe (indépendant par rapport au dirigeant d'entreprise) détenant plus de 5 % des droits de vote de l'entreprise
<i>Contrôle managérial</i>	$DirCONT_t$	Variable dichotomique prenant la valeur 1 dans le cas de l'existence d'un contrôle du dirigeant, 0 sinon	Rapport de gestion La valeur 1 correspond à l'existence d'un dirigeant détenant plus de 5 % des droits de vote de l'entreprise concomitamment à l'absence d'un bloc de contrôle externe
<i>Part investisseurs institutionnels</i>	$DVINST_t$	Part des droits de vote détenue par les investisseurs institutionnels	Rapport de gestion

## 2.4 Traitements des données

Les médias influencent le SGE de l'entreprise comme ce dernier peut aussi peser sur les médias. Par conséquent, comme nous l'avons déjà mentionné, des problèmes d'endogénéité peuvent survenir entre ces deux variables. Afin de mieux saisir le rôle de nos deux variables explicatives, et réduire le risque l'endogénéité<sup>14</sup>, nous avons appliqué une procédure en deux étapes en nous appuyant sur la procédure d'Heckman (1978, 1979). Cette méthode est reconnue par de récents travaux comme permettant de lutter contre ce phénomène

mais également contre le biais de variables omises (Bascle 2008 ; Larcker et Rusticus 2010 ; Roberts et Whited 2013). Elle est répandue dans les recherches récentes du même type que la nôtre (Rao et al. 2001 ; Pollock et Rindova 2003 ; Pollock et al. 2008 ; Robinson et al. 2011 et Bednar 2012, entre autres).

Lors de la première étape, nous testons un modèle *probit* permettant d'estimer la probabilité que l'entreprise soit suivie par les médias. L'inverse du ratio de Mills est ensuite calculé à partir des résultats et introduit comme variable de contrôle lors de la seconde étape (Hamilton et Nickerson 2003). La deuxième étape régresse différents MGE sur les variables explicatives et les variables de contrôle jugées pertinentes.

Lors de la seconde étape, différents tests<sup>15</sup> ont été effectués pour évaluer le type de régressions à mettre en œuvre. Des régressions de type moindres carrés généralisés<sup>16</sup> (MCG par la suite) avec des effets *within* ou *pooling* et des régressions linéaires ont été mises en œuvre. Le type dépend des caractéristiques des différents modèles (nature des variables...). Les MCG sont appropriés pour des données de panel car ils évaluent les effets *within* et *between* de la variance et génèrent des estimations d'écarts-types robustes (Ballinger 2004 ; Wade et al. 2006 ; Pfarrer et al. 2010). Ils permettent aussi de contrôler des autocorrélations potentielles<sup>17</sup> et l'hétéroscédasticité entre les variables (Liang et Zeger 1986 ; Lipsitz et al. 1994), même pour les données n'ayant pas le caractère de panel. Des tests supplémentaires de la présence d'hétéroscédasticité et de l'autocorrélation ont été toutefois mis en œuvre pour vérifier leur robustesse. Cette analyse économétrique a été réalisée à l'aide du logiciel R et SPSS.

### 3. Résultats

Les statistiques descriptives sont tout d'abord exposées (3.1), puis les résultats des différents modèles retenus permettant de tester les hypothèses sont présentés (3.2).

#### 3.1 Statistiques descriptives

Les statistiques descriptives de notre échantillon sont présentées dans les tableaux 2 et 3. La matrice de corrélation est disponible en annexe 1. Nos modèles ne présentent pas de problèmes de multicolinéarité bivariés entre les variables explicatives. Les coefficients sont inférieurs au seuil de 0,7 (Kervin 1992).

**Tableau 2 : Statistiques descriptives des variables quantitatives**

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Écart-type
part CA indépendant	470	0	92	48,56	18,90
Nombre comités	470	0	3	2,51	0,65
Rém fixe (€)	470	0	2 840 670	776 010,23	411 057,24
Rém Inc Totale (€)	470	0	8 176 000	335 296,76	765 499,08
Rém Totale (€)	470	63 000	20 647 000	1 857 287,39	1 629 787,14
DV Institutionnels	470	0	99,50	38,46	27,52
Dir Contrôle (0/1)	470	0	1	0,16	0,37

Bloc de contrôle externe (0/1)	470	0	1	0,46	0,70
âge Dirigeant	470	41	72	55,77	6,05
ancienneté dirigeant	470	0	35	6,73	7,30
capitalisation boursière (millions d'€)	470	73,70	105 627,10	10 787,97	17 332,06
Chiffre d'affaires (milliers d'€)	469	171 000	200 061 000	14 593 980,81	25 121 918,24
ROA	470	-47,20	32,63	2,90	6,31
ROE	464	-131,31	650	8,90	34,11
visibilité médiatique	470	1	1 104	66,64	125,88
Ton Article	470	-44,44	100	51,73	25,38

Les articles publiés par la presse revêtent plutôt un ton positif avec une moyenne de 52 % d'articles positifs. La presse a donc tendance à diffuser plutôt des articles positifs sur les entreprises qu'elle suit.

L'intensivité médiatique est hétérogène selon les entreprises. L'entreprise la plus médiatique a bénéficié de 1 104 articles au cours d'une année, la moins médiatique d'un seul article<sup>18</sup>.

Les rémunérations des dirigeants sont, elles aussi, très hétérogènes quel que soit le type de part retenu (part fixe, part incitative totale ou rémunération totale).

Les entreprises ont des tailles également très diverses. Leurs chiffres d'affaires varient de 171 millions d'euros à 200 061 millions d'euros et leurs capitalisations boursières de 74 millions d'euros à 105 627 millions d'euros, avec des écarts-types importants.

### Tableau 3 : Statistiques descriptives des variables dichotomiques

#### *Contrôle du dirigeant*

Valeur	Fréquence (nombre entreprises)	Pourcentage
0	395	84
1	75	16
Total	470	100

Sur notre échantillon d'entreprises de 2008 à 2012, le dirigeant possède plus de 5 % des droits de vote en moyenne à hauteur de 16 %.

#### *Bloc de contrôle externe*

Valeur	Fréquence (nombre entreprises)	Pourcentage
0	266	57
1	204	43
Total	470	100

Sur notre échantillon d'entreprises de 2008 à 2012, 43 % des entreprises ont un bloc de contrôle externe.

## 3.2 Rôle des médias sur les organes de contrôle

Par soucis du choix de modèles économétriques le plus approprié et de validités des résultats, plusieurs modèles et traitements économétriques ont été mis en œuvre pour tester les hypothèses. Par conséquent, les types de tableaux de résultats diffèrent.

### 3.2.1 Médias et indépendance du CA

Nous constatons que le suivi médiatique a un impact significatif sur la part d'indépendance des membres du CA (tableau 4). Plus précisément, le caractère positif d'autant plus prononcé des articles est lié significativement avec une part croissance d'indépendance dans les membres du CA. Il semble que plus une entreprise bénéficie d'une couverture positive de la presse, plus elle est encline à augmenter la part d'indépendance des membres de son CA. En revanche, l'intensivité du suivi médiatique n'est pas associée significativement à la part d'indépendance des membres du CA. Les hypothèses H1a<sup>19</sup> et H1b<sup>20</sup> sont donc rejetées.

Ainsi, le caractère qualitatif du type de publication de la presse joue donc un rôle significatif mais contradictoire avec ce que suggère le cadre conceptuel. Le caractère quantitatif, quant à lui, ne semble pas avoir d'influence.

Concernant les variables de contrôle, nous observons que la structure de capital a une incidence sur la part d'indépendance des membres du CA. L'existence d'un bloc de contrôle externe est corrélée positivement à cette part, comme le suggère la théorie de l'agence. Cependant, de manière contre-intuitive, c'est également le cas lorsque le contrôle est de type managérial.

Par ailleurs, comme en témoignent les travaux antérieurs, nous observons un lien significatif positif entre la taille de l'entreprise et l'augmentation de la part des administrateurs indépendants dans les CA. La performance de l'entreprise présente le même type de lien.

**Tableau 4 : Modèle des moindres carrés généralisés regroupé testant la relation entre la couverture médiatique des entreprises et l'indépendance du CA**

Coefficients	Estimation	Écart-type	z-value	Pr(> z )	
(Intercept)	7,064	2,714	2,603	0,009	**
TONARTICLE	0,011	0,006	1,660	0,097	.
VISIBILITÉ	0,002	0,002	0,819	0,418	
AgeDIR	0,006	0,039	0,149	0,881	
AncienneteDIR	0,054	0,040	1,331	0,183	
BlocCONT	-0,489	0,234	-2,090	0,037	*
DirCONT	-6,656	0,831	-8,009	< 0,001	***
DVINST	0,009	0,010	0,921	0,357	
LNCAPI	0,529	0,215	2,428	0,011	*
LNChiAFF	0,078	0,040	1,954	0,051	.
ROA	0,008	0,004	1,918	0,055	.
ROE	-0,027	0,198	-0,138	0,890	

La variable est significative à : \*\*\* : 0,1 % ; \*\* : 1 % ; \* : 5 % ; . : 10 %

n = 97 et N = 463 avec n, le nombre d'entreprises et N, le nombre d'années.  
 Somme des carrés totale : 9913,400  
 Somme des carrés des résidus : 6767,500  
 R<sup>2</sup> multiple (ou contribution multiple du modèle) : 0,317

### 3.2.2 Existence de comités spécialisés

Nous nous intéressons à présent à un deuxième organe de direction, les comités spécialisés, par leur existence et leur création (tableau 5).

Cette fois-ci, aucun lien significatif n'apparaît entre le suivi qualitatif et quantitatif de la presse des entreprises de notre échantillon. Les hypothèses H2a<sup>21</sup> et H2b<sup>22</sup> ne sont donc pas supportées. Les publications de la presse ne sont donc pas associées à la création de comités spécialisés renforçant le pouvoir du CA et approfondissant son travail. Sur ce plan, elle ne paraît donc pas d'exercer d'influence.

Deux variables de contrôle présentent une association positive significative avec la création de comités spécialisés. Là, encore de manière contre-intuitive, la détention par le dirigeant d'une part de capital supérieure à 5 % est liée à la création de comités spécialisés. Et plus logiquement, la performance de l'entreprise paraît affectée la création de comités.

**Tableau 5 : Modèle des moindres carrés généralisés *within* testant la relation entre la couverture médiatique des entreprises et la création de comités spécialisés**

Coefficients	Estimation	Écart-type	z-value	Pr(> z )	
TONARTICLE	0,0005	0,001	0,565	0,5723	
VISIBILITÉ	0,0001	0,0002	0,477	0,633	
AgeDIR	0,006	0,006	1,002	0,3164	
AncienneteDIR	-0,007	0,006	-1,278	0,201	
BlocCONT	0,077	0,051	1,528	0,127	
DirCONT	-0,348	0,126	-2,764	0,006	**
DVINST	-0,003	0,002	-1,394	0,163	
LNCAP	0,017	0,022	0,781	0,435	
LNChiAFF	0,008	0,009	0,957	0,339	
ROA	-0,002	0,002	-1,285	0,199	
ROE	0,077	0,0336	2,283	0,022	*
INVratioMills	0,0821	0,148	0,555	0,580	

La variable est significative à : \*\*\* : 0,1 % ; \*\* : 1 % ; \* : 5 % ; . : 10 %  
 n = 97 et N = 463 avec n, le nombre d'entreprises et N, le nombre d'années.  
 Somme des carrés totale : 175,740  
 Somme des carrés des résidus : 170,450  
 R<sup>2</sup> multiple (ou contribution multiple du modèle) : 0,030

### 3.3 Rôle des médias sur le système de rémunération

Trois modèles ont été testés afin d'évaluer l'incidence disciplinaire des médias sur le système de rémunération des dirigeants.

*1<sup>er</sup> modèle*

Par rapport à nos résultats (tableau 6), nous constatons que le suivi des médias, quantitatif ou qualitatif, n'a pas d'impacts significatifs sur la part fixe de la rémunération des dirigeants. Les médias ne semblent donc pas influencer les organes de direction en matière de rémunération fixe des dirigeants. Les hypothèses H3a<sup>23</sup> et H3d<sup>24</sup>, sont donc rejetées.

Conformément à la littérature, la taille de l'entreprise est corrélée significativement à la part fixe de la rémunération, à la part incitative totale de cette dernière et à son montant totale (tableaux 6, 7 et 8). Plus l'entreprise présente une taille importante, plus les organes de direction sont enclins à verser une rémunération importante au dirigeant d'entreprise, dans les trois composantes distinguées.

Quant à la structure de contrôle de l'entreprise, conformément à la théorie de l'agence, la détention par le dirigeant d'un bloc de contrôle est liée significativement positivement à des versements plus élevés de la rémunération totale ; en revanche, contre toute attente, cette association est aussi significative de façon positive avec la part incitative totale.

Par contre, comme la littérature en témoigne, par exemple au travers de la théorie de l'enracinement, l'ancienneté du dirigeant est liée positivement et significativement à la rémunération totale du dirigeant (il peut être question de rémunérer l'expérience, le récompenser à la suite de bonnes performances ou encore la conséquence d'extraction de bénéfices privés...).

**Tableau 6 : Régression linéaire de données de panel testant la relation entre la couverture médiatique des entreprises et le logarithme de la part fixe de la rémunération du dirigeant**

Coefficients	Estimation	Écart-type	z-value	Pr(> z )	
TONARTICLE	0,001	0,002	0,408	0,683	
VISIBILITÉ	0,001	0,0004	1,447	0,149	
AgeDIR	-0,003	0,009	-0,295	0,768	
AncienneteDIR	-0,013	0,008	-1,621	0,106	
BlocCONT	-0,164	0,113	-1,449	0,148	
DirCONT	-0,047	0,179	-0,265	0,791	
DVINST	-0,002	0,002	-0,956	0,339	
LNCAP1	0,131	0,045	2,914	0,004	**
LNChiAFF	0,019	0,010	1,909	0,057	.
ROA	0,001	0,001	0,611	0,542	
ROE	0,020	0,038	0,529	0,597	
INVratioMills	-0,293	0,527	-0,556	0,578	

La variable est significative à : \*\*\* : 0,1 % ; \*\* : 1 % ; \* : 5 % ; . : 10 %

n = 97 et N = 463 avec n, le nombre d'entreprises et N, le nombre d'années.

Somme des carrés totale : 515,910

Somme des carrés des résidus : 471,40

R<sup>2</sup> : 0,086272

R<sup>2</sup> ajusté : 0,083105

Statistique de Fisher : 3,509 et valeur de p : < 0,001

## 2<sup>ème</sup> modèle

Pour l'impact médiatique sur la part incitative totale, donc la part flexible, nous observons (tableau 7) que cet impact n'est pas associé à la part incitative totale de la rémunération des dirigeants. Ce résultat conduit au rejet des hypothèses H3b<sup>25</sup> et H3e<sup>26</sup>. Les

médias ne semblent donc pas influencer les organes de direction par rapport à la part incitative de la rémunération (elle comprend la part incitative à court terme et les stock-options, donc la part de long terme).

**Tableau 7 : Modèle des moindres carrés généralisés regroupé testant la relation entre la couverture médiatique des entreprises et le logarithme de la part flexible de la rémunération du dirigeant**

Coefficients	Estimation	Écart-type	z-value	Pr(> z )	
(Intercept)	6,646	2,705	2,457	0,014	*
TONARTICLE	0,009	0,007	1,330	0,183	
VISIBILITÉ	0,002	0,002	0,746	0,456	
AgeDIR	0,012	0,040	0,309	0,757	
AncienneteDIR	0,047	0,040	1,177	0,239	
BlocCONT	-0,245	0,544	-0,451	0,652	
DirCONT	-6,481	0,898	-7,217	<0,001	***
DVINST	0,010	0,010	0,961	0,337	
LNCAPI	0,541	0,216	2,501	0,012	*
LNChiAFF	0,082	0,040	2,044	0,041	*
ROA	0,008	0,004	1,908	0,056	.
ROE	-0,049	0,197	-0,247	0,805	
INVratioMills	-0,574	1,660	-0,346	0,729	

La variable est significative à : \*\*\* : 0,1 % ; \*\* : 1 % ; \* : 5 % ; . : 10 %

n = 97 et N = 463 avec n, le nombre d'entreprises et N, le nombre d'années.

Somme des carrés totale : 9 913,400

Somme des carrés des résidus : 6884,300

R<sup>2</sup> multiple (ou contribution multiple du modèle) : 0,306

### 3<sup>ème</sup> modèle

A contrario, des deux précédents résultats constatés sur la part fixe et la part variable totale de la rémunération, les médias sont associés significativement à la détermination de la rémunération totale des dirigeants (tableau 8) sur le plan qualitatif. L'hypothèse H3c<sup>27</sup> est donc soutenue. Plus les articles sont connotés positivement, plus la rémunération totale du dirigeant est élevée. Ainsi, les publications de la presse sur un plan qualitatif sont liées à la détermination de la rémunération totale des dirigeants.

Cependant, l'intensivité de son suivi n'est pas liée à la rémunération fixe, ce qui conduit à ne pas supporter l'hypothèse H3f<sup>28</sup> et l'idée d'une influence quantitative de la presse.

**Tableau 8 : Régression linéaire testant la relation entre la couverture médiatique des entreprises et le logarithme de la rémunération totale du dirigeant**

Coefficients	Estimation	Écart-type	z-value	Pr(> z )	
(Intercept)	11,946	0,378	31,622	< 0,001	***
TONARTICLE	0,003	0,001	2,358	0,019	*
VISIBILITÉ	0,0004	0,0003	1,588	0,113	
AgeDIR	-0,008	0,006	-1,411	0,159	
AncienneteDIR	0,018	0,005	3,452	0,001	***
BlocCONT	-0,091	0,048	-1,913	0,056	.
DirCONT	-0,620	0,108	-5,727	< 0,001	***

DVINST	0,002	0,001	1,660	0,098	.
LNCAPI	0,270	0,028	9,559	< 0,001	***
LNChiAFF	0,006	0,006	0,924	0,356	
ROA	0,001	0,001	1,151	0,250	
ROE	0,0135	0,024	0,563	0,576	
INVratioMills	-0,049	0,333	-0,147	0,884	

La variable est significative à : \*\*\* : 0,1 % ; \*\* : 1 % ; \* : 5 % ; . : 10 %

n = 97 et N = 463 avec n, le nombre d'entreprises et N, le nombre d'années.

R<sup>2</sup> multiple : 0,384

R<sup>2</sup> ajusté : 0,367

Statistique de Fisher : 23,33 sur 12 et 450 DF, valeur de p : < 0,001

## 4. Conclusion et discussions

Le but de cet article est d'analyser l'influence des médias en tant que MGE sur les pratiques de gouvernance d'entreprise. Pour ce faire, nous avons étudié le lien entre l'intensivité du suivi médiatique offert par la presse et le ton des articles sur des changements de MGE : l'augmentation de la part d'indépendance des membres du CA, la création de comités spécialisés et la structure de rémunération des dirigeants. Autrement dit, nous avons cherché à analyser les déterminants des changements de pratiques de gouvernance en lien avec la couverture médiatique afin de connaître l'influence des médias en tant que MGE, plus particulièrement celui de la presse.

Finalement, il apparaît que les médias semblent avoir des liens plutôt mitigés entre leurs publications d'articles et les changements de MGE, ce qui peut traduire une influence à relativiser et, sans doute, contingente aux SGE.

Le ton des articles semble être lié avec certains changements en matière de MGE, ce qui ne semble pas être le cas pour l'intensivité du suivi de la presse des entreprises. C'est en particulier le cas en matière d'indépendance des membres du CA et de la rémunération totale des dirigeants. Le caractère positif des articles est relié de manière significative à la hausse de la part d'indépendance des membres du CA et au montant de la rémunération totale perçue par les dirigeants d'entreprise. Ainsi le CA est d'autant plus indépendant que la presse publie des articles sur les entreprises et/ou sur son dirigeant dont le ton est positif, ce qui paraît contre-intuitif selon la théorie de l'agence. Le lien significatif entre le ton des médias et la rémunération totale peut s'expliquer par une rémunération de l'expérience ou de responsabilités plus élevées (Rose et Shepard 1997). Mais la question de savoir pourquoi les médias ne paraissent avoir de conséquences que sur cette forme de rémunération se pose.

Ces résultats permettent de relativiser ceux de certaines études antérieures se basant aussi sur l'intensivité médiatiques pour analyser l'efficacité des médias en tant que MGE (Core et al. 2008 ; Liu et McConnell 2013). En revanche, ils renforcent les conclusions de celles s'appuyant sur l'idée qualitative de l'impact des médias. Ces derniers peuvent être influents en tant que MGE par le type et la forme des informations publiées (Hayward et al. 2004 ; Wade et al. 2006 ; Liu et McConnell 2013). Finalement, Le caractère qualitatif des informations diffusées, des articles positifs ou négatifs, paraît davantage compter que le caractère quantitatif du suivi. Et plus précisément, il semble qu'un ton positif ait plus de conséquences significatives qu'un ton négatif.

Les relations caractérisées par une absence de liens significatifs peuvent révéler que les médias n'ont pas d'impacts que ce soit positifs ou négatifs en termes de création de valeur de l'entreprise. Leurs publications s'avèrent alors plutôt neutres en matière de changements de pratiques de gouvernance.

Par ailleurs, la structure de contrôle est souvent associée à des modifications des MGE. Cependant, certains liens semblent contraires à la littérature : la part détenue par le dirigeant lui permettant d'avoir un bloc de contrôle est liée positivement à l'augmentation de l'indépendance des membres du CA, au nombre de comités spécialisés, ainsi qu'au versement d'une part incitative de rémunération plus élevée. Or le dirigeant s'il détient un bloc de contrôle possède une marge de liberté plus importante, il n'a alors pas intérêt à renforcer les organes de contrôle ou à se faire verser une rémunération flexible le poussant à aligner ses intérêts sur ceux des actionnaires. En revanche, le lien positif entre l'existence d'un bloc de contrôle externe et les deux variables précédentes apparaît plus en accord avec le cadre de la théorie de l'agence.

Dans le même ordre d'idée, la taille de l'entreprise est fréquemment liée à des changements plus disciplinaires des MGE. Ainsi, la part d'indépendance des membres du CA est positivement associée à une hausse de la taille de l'entreprise appréhendée par le logarithme de son chiffre d'affaires ou de sa capitalisation boursière. Et l'association positive entre la performance de l'entreprise et le versement d'une part incitative plus haute peut suggérer l'idée d'une récompense du dirigeant (Jensen et Murphy 1991).

Cette étude est originale sur plusieurs plans. Elle contribue à améliorer nos connaissances des médias en tant que MGE, mécanisme rarement étudiés, plus précisément leur influence en tant que MGE. De plus, cette influence est analysée sur plusieurs MGE, alors que beaucoup d'études se cantonnent à un MGE en particulier.

Par ailleurs, elle s'appuie sur le concept de ton médiatique, plus globalement sur l'idée de couverture médiatique positive ou négative, ce qui ne paraît n'avoir encore été jamais réalisé en gestion en France. Elle permet de proposer ainsi un nouveau type d'analyses et d'ouvrir la voie à de nouvelles recherches. Enfin, les praticiens ont une connaissance plus approfondies de leurs liens avec les médias et les changements de MGE. Ils peuvent ainsi mieux protéger leur actif intangible lié à la réputation et à leur légitimité.

Cependant, cette recherche présente un certain nombre de limites.

Tout d'abord, la corrélation multivariée n'a pas précisément été évaluée, ce qui pourrait entacher certains résultats.

Sur le plan de la méthode, aucun décalage n'a été introduit entre les variables explicatives et les variables à expliquer. Nous avons supposé que l'impact des médias était réalisé la même année que les changements dans les MGE. Or l'impact des médias peut exiger du temps pour que les organes de direction modifient certains MGE (Bednar 2012). Par conséquent, l'étude de l'impact des variables explicatives de l'année  $t$  sur les changements en année  $t + 1$  voire  $t + 2$  compléterait cette présente étude.

Sur le même plan, l'utilisation d'un logiciel d'analyse textuel est critiquable du fait de son analyse automatique des textes laissant peu de place au jugement humain et de l'analyse de mots indépendamment de leur contexte (Loughran et McDonald 2011). Mais l'utilisation du logiciel LIWC relativise cette critique car son dictionnaire est flexible et le chercheur peut

le modifier et l'améliorer en fonction des documents à analyser et fournir des résultats plus valides.

Une autre limite est que notre étude se base sur la presse. Or les médias sont divers. Il est possible qu'Internet entraîne des résultats différents par les divers instruments qu'il permet de mettre en œuvre et les informations qu'il diffuse (*blogs*, forums, réseaux sociaux...).

Enfin, l'impact des médias a été évalué sur certains MGE précis. Or un SGE est une combinaison de MGE. Deux limites en ressortent : l'aspect systémique du SGE n'est pas pris en compte et d'autres MGE pourraient être sensibles aux publications des médias (*turnover* des dirigeants, etc.).

Sur le plan des résultats cette fois-ci, l'obtention de certains résultats contradictoires par rapport à la littérature basée sur la théorie de l'agence peut pousser à la réalisation d'études complémentaires. C'est en particulier le cas du lien positif entre la détention d'une part de contrôle de l'entreprise par le dirigeant et l'augmentation de l'indépendance des membres du CA ou de la création de comités spécialisés par exemple. Ces aspects contradictoires par rapport à la littérature pourraient s'expliquer soit par d'autres cadres théoriques que celui de la théorie de l'agence soit par des caractéristiques méthodologiques.

Certains résultats peuvent exiger des analyses plus approfondies. Cela peut être le cas pour l'inexistence de liens significatifs entre la couverture médiatique et la création de comités spécialisés. Une étude plus fine portant sur le type de comités spécialisés, leur composition (nombre de membres, leur formation), leur fonctionnement (nombre de réunions) pourrait être intéressante. Plus trivialement, certains résultats peuvent aussi s'expliquer par le fait que les médias sont eux aussi manipulés par leurs sources d'informations et les informations qu'ils collectent ou que leurs effets sont contrebalancés par d'autres MGE ou par d'autres phénomènes. Les dirigeants d'entreprise peuvent orienter les informations qu'ils transmettent au travers de leurs différents supports de communication (rapports de gestion, prospectus d'introduction en bourse, lettres des dirigeants, sites Internet, communiqués de presse, etc.). Brennan et Merkl-Davies (2007, 2011, 2013) et Brennan et al. (2011) montrent que les dirigeants d'entreprise peuvent gérer les évaluations et les jugements des destinataires (parties prenantes et médias notamment) au travers de leurs communications.

Ces limites ouvrent la porte à de nouvelles recherches. Mais d'autres études sont aussi possibles. L'étude des liens réciproques, autrement dit, l'impact des changements de MGE sur la couverture médiatique. Cela permettrait d'étudier la réaction des médias aux changements de MGE voire leur indépendance, éventuellement, avec les organes de direction des entreprises.

## **Bibliographie**

Aerts, W., Cormier, D. (2009). Media legitimacy and corporate environmental communication *Accounting, Organizations and Society*, 34 (1): 1-27.

- Aguilera, R.V., Filatotchev, I., Gospel, H., Jackson, G. (2008). An organizational approach to comparative corporate governance: costs, contingencies, and complementarities *Organization Science* 19: 475-492.
- Alvesson, M. (1990). Organization-from substance to image *Organization Studies* 11: 373-394.
- Anderson, R. C., Reeb, D. M. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms *Administrative Science Quarterly* 49 (2): 209-237.
- Andina-Díaz, A. (2009), Media competition and information disclosure *Social Choice and Welfare* 33 (2): 261-280.
- Baker G. P., Jensen, M. C., Murphy K. J. (1988). Compensation and incentives: Practice vs. Theory *Journal of Finance* 43 (3): 593-616.
- Ballinger, G. A. (2004). Using generalized estimating equations for longitudinal data analysis *Organizational Research Methods* 7: 127-150.
- Barber, B. M., Odean, T. (2008). All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors *Review of Financial Studies* 21 (2): 785-818.
- Bascle, G. (2008). Controlling for endogeneity with instrumental variables in strategic management research *Strategic Organization* 6: 285-327.
- Beatty, R. P., Zajac, E. J. (1994). Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings *Administrative Science Quarterly* 39: 313-335.
- Bebchuk, L., Fried, J., (2004). *Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation*. Cambridge, MA: Harvard University Press
- Bednar, M. (2012). Watchdog or lapdog? A behavioral view of the media as a corporate governance mechanism *Academy of Management Journal* 55: 131-150.
- Bertrand, M., Mullainathan. S. (2000). Agents with and without principals *American Economic Review* 90 (2): 203-08.
- Bhattacharya, U., Galpin, N., Ray, R., Yu X. (2009). The role of the media in the Internet IPO bubble *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44 (3): 657-682.
- Boeker, W. (1992). Power and managerial dismissal: Scapegoating at the top *Administrative Science Quarterly* 37: 400-421.
- Bouton, D. (2002). *Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées dit rapport Bouton*.
- Brennan, N. M., Merkl-Davies, D. M. (2007). Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management? *Journal of Accounting Literature* 26 : 116-196.
- Brennan, N. M., Merkl-Davies, D. M. (2011). A conceptual framework of impression management: New insights from psychology, sociology, and critical perspectives *Accounting and Business Research*, 41 (5) : 415-437.
- Brennan, N. M., Merkl-Davies, D. M. (2013). Accounting narratives and impression management. In *Routledge companion to communication in accounting*, (Eds., Jackson, L., Davison, J., Craig, R.). Routledge : 109-132.
- Brennan, N. M., Merkl-Davies, D. M., McLeay, J. S. (2011), Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives: A social psychology perspective *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 24 (3) : 315-344.
- Bushee, B. J., Core, J. E., Guay, W., Hamm S. J. W. (2010). The role of the business press as an information intermediary *Journal of Accounting Research* 48: 1-19.

- Bushee, B. J., Miller G. S. (2012). Investor relations, firm visibility, and investor following *Accounting Review* 87 (3): 867-897.
- Carroll, C. E. (2009). The relationship between firms' media favorability and public esteem *Public Relations Journal* 3 (4): 1-32.
- Charreaux, G. (1997). Vers une théorie du gouvernement des entreprises. In *Le gouvernement des entreprises : Théories et faits* (Eds, Charreaux, G.). Economica, 421-469.
- Core, J. E., Guay, W., Larcker, D. F. (2008). The power of the pen and executive compensation. *Journal of Financial Economics* 88: 1-25.
- Coughlan, A. T. Schmidt, R. M. (1985). Executive compensation, managerial turnover and firm performance: An empirical investigation *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7 (1/3): 43-66.
- Crystal, G. S. (1984). *Questions and answers on executive compensation*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Deephouse, D. (1996). Does isomorphism legitimate? *Academy of Management Journal* 39: 1024-1039.
- Deephouse, D. L. (2000). Media reputation as a strategic resource: An integration of mass communication and resource-based theories *Journal of Management* 26: 1091-1112.
- Deephouse, D. L., Carter, S. M. (2005). An examination of differences between organizational legitimacy and organizational reputation *Journal of Management Studies* 42: 329-360.
- Deephouse, D. L., Heugens, P. P. M. A. R. (2009). Linking social issues to organizational impact: The role of infomediaries and the infomediary process *Journal of Business Ethics* 86: 541-553.
- Deephouse, D.L., Suchman, M.C. (2008). Legitimacy in organizational institutionalism. In *The SAGE Handbook of organizational institutionalism* (Eds. R. Greenwood, R., Oliver, C., Sahlin, K., Suddaby, R.), , Thousand Oaks CA: Sage : 49-77.
- Denis, D, Denis D., Sarin, A. (1997). Agency problems, equity ownership, and corporate diversification *Journal of Finance* 52 (1): 35-160.
- DiMaggio, P. J., Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields *American Sociological Review* 48: 147-160.
- Dyck, A., Morse, A., Zingales, L. (2010). Who blows the whistle on corporate fraud? *Journal of Finance* 65: 2213-2253.
- Dyck, A., Volchkova, N., Zingales, L. (2008). The corporate governance role of the media: Evidence from Russia *Journal of Finance* 63 (3): 1093-1135.
- Dyck, A., Zingales L. (2002). The corporate governance role of the media. In *The right to tell: the role of mass media in economic development* (Eds. Islam, R.), World Bank Publications, chapitre 7.
- Dyck, A., Zingales L. (2003a). The bubble and the Media. In *Corporate governance and capital flows in a global Economy* (Eds, Cornelius, P., Kogut, B.). Oxford University Press, 83- 102.
- Dyck, A., Zingales, L. (2003b). *The media and asset prices*. Working Paper, Harvard University et University of Chicago.
- Einwiller, S. A., Carroll, C. E., Korn, K. (2010). Under what conditions do the news media influence corporate reputation? The roles of media dependency and need for orientation. *Corporate Reputation Review* 12: 299-315.

- Ellman, M., Germano, F. (2009). What do the papers Sell? A model of advertising and media bias *Economic Journal* 119 (537): 680-704.
- Farrell, K., Whidbee, D. (2002). Monitoring by the financial press and forced CEO turnover *Journal of Banking Finance* 26 (12): 2249-2276.
- Gentzkow, M., Shapiro J. M. (2010). What drives media slant? Evidence from U.S. daily newspapers *Econometrica* 78 (1): 35-71.
- Gentzkow, M., Shapiro, J. M. (2006). Media bias and reputation *Journal of Political Economy* 114 (2): 280-316.
- Girard, C. (2001). Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France *Finance-Contrôle-Stratégie* 4 (3): 123-146.
- Gomez-Mejia, L. R., Tosi, H. L., Hinkin, T. (1987). Managerial control, performance, and executive compensation *Academy of Management Journal* 30: 51-70.
- Hamilton, B. H., Nickerson, J. A. (2003). Correcting for endogeneity in strategic management research *Strategic Organization* 1: 51-78.
- Hayward, M. L. A., Rindova, V. P., Pollock, T. G. (2004). Believing one's own press: The causes and consequences of CEO celebrity *Strategic Management Journal* 25: 637-653.
- Healy, P., Palepu, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature *Journal of Accounting & Economics* 31: 405-440.
- Heckman, J. J. (1978). Dummy endogenous variables in a simultaneous equation system *Econometrica* 46 (6): 931-959.
- Heckman, J. J. (1979). Sample selection bias as a specification error *Econometrica* 47: 153-161.
- Hermalin, B., Weisbach, M. (1988). The determinants of board composition *RAND Journal of Economics* 19: 589-606.
- Hermanson, D. R., Tompkins, J. G., Veliyath, R., Ye, Z. (2012). The compensation committee process *Contemporary Accounting Research* 29 (3): 666-709.
- Highhouse, S., Brooks, M.E., Gregarus, G. (2009). An organizational impression management perspective on the formation of corporate reputations *Journal of Management* 35 (6): 1481-1493.
- Houser, D., Wooders, J. (2006). Reputation in auctions: Theory, and evidence from eBay *Journal of Economics and Management Strategy* 15: 353-369.
- Jamieson, K. H., Campbell, K. K. (2001). *The interplay of influence*. 5<sup>ème</sup> edition. New-York: Wadsworth.
- Janis, I. L., Fadner, R. H. (1965). The coefficient of imbalance. In *Language of politics* (Eds, Lasswell, H. D., Leites, N. associates). Cambridge, MA: MIT Press, 153-169.
- Jensen, M. C. (1979). Toward a theory of the press. In *Economics and social institutions* Brunner, K. (Eds.), Martinus Nijhoff Publishing Company.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems *Journal of Finance* 48 (3): 831-880.
- Jensen, M., Murphy, K. (1990). Performance pay and top-management incentives *Journal of political Economy* 98 (2): 225-264.
- Jin, Y., Liu, B. F. (2010). The blog-mediated crisis communication model; Recommendations for responding to influential external blogs *Journal of Public Relations Research* 22: 429-455.

- Joe, J. R., Louis, H., Robinson, D. (2009). Managers' and investors' responses to media exposure of board ineffectiveness *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 44(3), 579-605.
- Johnson, R. A., Hoskisson, R. E., Hitt M. A. (1993). Board of director involvement in restructuring: The effects of board versus managerial controls and characteristics *Strategic Management Journal* 14: 33-50.
- Karpoff, J., Lott, J., Wehrly, E. (2005). The reputational penalties for environmental violations: Empirical evidence *Journal of Law & Economics* 48: 653-675.
- Kennedy, M. T. (2008). Getting counted: Markets, media, and reality *American Sociological Review* 73: 270-295.
- Kervin, J. B. (1992). *Methods for business research*. New York: Harpet Collins.
- Kim, K. H., Al-Shammari, H. A., Kim, B., Lee, S. -H. (2009). CEO duality leadership and corporate diversification behavior *Journal of Business Research* 62 (11): 1173-1180.
- Larcker, D. F., Rusticus, T. O. (2010). On the use of instrumental variables in accounting research *Journal of Accounting and Economics* 49 (3): 186-205.
- Liang, K. -Y., Zeger, S. L. (1986). Longitudinal data analysis using generalized linear models *Biometrika* 73: 13-22.
- Lipsitz, S. R., Fitzmaurice, G. M., Orav, E. J., Laird, N. M. (1994). Performance of generalized estimating equations in practical situations *Biometrics* 50: 270-278.
- Liu, B., McConnell, J. J. (2013). The role of the media in corporate governance: Do the media influence managers' capital allocation decisions? *Journal of Financial Economics* 110 (1): 1- 17.
- Loughran, T., McDonald, B. (2011), When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks *Journal of Finance* 66: 35-65.
- Malmendier, U., Tate, G. (2009). Superstar CEOs *Quarterly Journal of Economics* 124 (4): 1593-1638.
- Martins, L. L. (2005). A model of the effects of reputational rankings on organizational change. *Organization Science* 16: 701-720.
- Meyer, J. W., Rowan, B. (1977). Institutionalized organizations, formal structure as myth and ceremony *American Journal of Sociology*, 83 (1): 340-363.
- Miller, G. S. (2006). The Press as a watchdog for accounting fraud *Journal of Accounting Research* 44 (5): 1001-1033.
- Moris, K. (2011). La presse en tant que mécanisme de gouvernance disciplinaire *Finance-Contrôle-Stratégie* 14 (4): 21-66.
- Moris, K. (2012). La presse en tant que mécanisme de gouvernance partenariale : Danone et l'affaire LU *Finance-Contrôle-Stratégie* 15 (3): 1-25.
- Muggli, M. E., Hurt, R., Becker, L. (2004) Turning free speech into corporate speech: Philip Morris' efforts to influence U.S. and European journalists regarding the U.S. EPA report on second hand smoke *Preventive Medicine* 39: 568-580.
- Mullainathan, S., Shleifer, A. (2002). *Media bias*. Working Paper, Harvard Institute of Economic Research n°1981.
- Mullainathan, S., Shleifer A. (2005). The market for news *American Economic Review* 95 (4): 1031-1053.
- Nguyen, B. D. (2011). *Is more news good news? Media coverage of CEOs, firm value, and rent extraction*. ASSA/AFE 2006 Boston Meetings Paper.

- Pfarrer, M. D., Pollock, T. G., Rindova, V. P. (2010). A tale of two assets: The effects of firm reputation and celebrity on earnings surprises and investors' reactions *Academy of Management Journal* 53: 1131-1152.
- Picou, A. (2013). Surprise leave announcements: Corporate governance and monitoring board performance *Journal of International Finance & Economics* 13 (1): 35-42.
- Plater, Z. (2006). Law, media, & environmental policy: A fundamental linkage in sustainable democratic governance *Boston College Environmental Affairs Law Review* 33 (3): 511-550.
- Pollock, T. G., Rindova, V. P. (2003). Media legitimation effects in the market for initial public offerings *Academy of Management Journal* 46: 631- 642.
- Pollock, T. G., Rindova, V. P., Maggitti, P. G. (2008). Market watch: Information and availability cascades among the media and investors in the US IPO market *Academy of Management Journal* 51: 335-358.
- Rao, H. (1994). The social construction of reputation: Certification contests, legitimation, and the survival of organizations in the American automobile industry: 1895-1912 *Strategic Management Journal* 15: 29-44.
- Rao, H., Greve, H., Davis, G. (2001). Fool's gold: Social proof in the initiation and abandonment of coverage by Wall Street analysts *Administrative Science Quarterly* 46: 502-526.
- Rindova, V. P., Petkova, A. P., Kotha, S. (2007). Standing out: How new firms in emerging markets build reputation in the media *Strategic Organization* 5 : 31-70.
- Roberts, M. R., Whited, T. M. (2013). Endogeneity in empirical corporate finance *Handbook of the Economics of Finance* 2 (A): 493-572.
- Robinson, J. R., Yanfeng, X., Yong, Y. (2011). Determinants of disclosure noncompliance and the effect of the SEC review: Evidence from the 2006 mandated compensation disclosure regulations *Accounting Review* 86 (4): 1415-1444.
- Rose, N. L., Shepard, A. (1997). Firm diversification and CEO compensation managerial ability or executive entrenchment? *RAND Journal of Economics* 28 (3): 489-514.
- Sadique, S., In, F., Veeraraghavan, M. (2007). *Spin in earnings information and stock returns*. Working Paper.
- Sapp, S. G. (2008). The impact of corporate governance on executive compensation *European Financial Management* 14 (4): 710-746.
- Skeel, D. (2001). Shaming in corporate law *University of Pennsylvania Law Review*, 149: 1811-1868.
- Strömberg, D. (2004). Mass media competition, political competition, and public policy *Review of Economic Studies* 71 (1): 265-284.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches *Academy of Management Review* 20: 571-610.
- Tetlock, P. C., Saar-Tsechansky, M., Macskassy, S. (2008). More than words: Quantifying language to measure firms' fundamentals *Journal of Finance* 63: 1437-1467.
- Van Niel, J., Rapoport, N. (2004). Dr. Jekyll & Mr. Skilling: How Enron's public image morphed from the most innovative company in the Fortune 500 to the most notorious company ever. In *Enron: Corporate fiascos and their implications*. Foundation Press.
- Wade, J. B., Porac, J. F., Pollock, T. G., Graffin, S. D. (2006). The burden of celebrity: The impact of CEO certification contests on CEO pay and performance *Academy of Management Journal* 49: 643-660.

- Warner, J. B., Watts, R. L., Wruck, K. H. (1988). Stock prices and top management changes *Journal of Financial Economics* 20 (1): 461-692.
- Weisbach, M., S. (1988). Outside directors and CEO turnover *Journal of Financial Economics* 20 (1/2): 431-460.
- Wiesenfeld, B. M., Wurthman, K. A., Hambrick D. C. (2008), The stigmatization and devaluation of elites associated with corporate failures: A process model *Academy of Management Review* 33 (1) : 231-251.
- Wirtz, P. (2005). Meilleures pratiques de gouvernance et création de valeur : une appréciation critique des codes de bonne conduite *Comptabilité - Contrôle - Audit* 1: 141-159.
- Wirtz, P. (2008). *L'institutionnalisation croissante du discours sur les 'meilleures pratiques' de gouvernance en France : un état des lieux*. Working Paper, University of Burgundy.
- Yates, A. J., Richard, L. (2000). Media coverage and EPA pesticide *Public Choice* 102 (3/4): 297-312.
- Yermack, D. (2004). Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors *Journal of Finance* 59 (5): 2281-2308.
- Zavyalova, A., Pfarrer, M. D., Reger, R. K., Shapiro D. L. (2012). Managing the message: The effects of firm actions and industry spillovers on media coverage following wrongdoing *Academy of Management Journal* 55 (5): 1079-1101.
- Zingales, L. (2000). In search of new foundations *Journal of Finance* 55 (4): 1623-1653.
- Zuckerman, E. W. (1999). The categorical imperative: Securities analysts and the illegitimacy discount *American Journal of Sociology* 104: 1398-1438.

## Annexes

### Annexe 1 : Matrice de corrélation

Coef. de corrélation de Pearson	part CA ind.	Nbre comités	LN Rém Fixe	LN Rém Incitation Totale	LN Rém Totale	DV Institutionnels	Bloc de contrôle externe	Dir Controle	âge Dirigeant	ancienneté dirigeant	LN capitalisation boursière	LN Chiffre d'affaires	ROA	ROE	visibilité médiatique	ton article
part CA indépendant	1															
Nombre comités	0,037	1														
LN Rém Fixe	0,091*	0,043	1													
LN Rém Incitation Totale	0,017	0,325**	0,161**	1												
LN Rém Totale	0,259**	0,242**	0,426**	0,659**	1											
DV Institutionnels	0,245**	0,275**	0,020	0,220**	0,248**	1										
Bloc de contrôle externe	-0,184**	0,118*	-0,024	0,037	0,003	-0,171**	1									
Dir Controle	-0,072	-0,381**	-0,044	-0,486**	-0,271**	-0,277**	-0,277**	1								
âge Dirigeant	-0,114*	0,008	-0,041	-0,084	-0,034	-0,052	-0,013	0,165**	1							
ancienneté dirigeant	-0,100*	-0,241**	-0,087	-0,167**	-0,028	-0,077	-0,155**	0,512**	0,385**	1						
LN capitalisation boursière	0,162**	0,219**	0,246**	0,303**	0,553**	0,227**	0,061	-0,185**	0,009	-0,103*	1					
LN Chiffre d'affaires	-0,109*	0,043	0,154**	0,149**	0,288**	0,091*	0,035	-0,035	0,160**	0,009	0,491**	1				
ROA	-0,128**	-0,045	0,128**	0,154**	0,163**	0,033	0,071	-0,037	-0,017	-0,031	0,204**	0,150**	1			
ROE	0,016	-0,038	0,081	0,114*	0,101*	0,008	0,006	-0,029	-0,034	0,001	0,041	0,017	0,385**	1		
visibilité médiatique	-0,004	0,021	0,120**	-0,014	0,195**	0,024	0,012	0,213**	0,091*	0,206**	0,338**	0,378**	-0,032	-0,012	1	
Ton Article	-0,002	-0,035	0,044	0,078	0,074	-0,083	0,031	0,047	-0,024	0,014	-0,049	-0,025	0,181**	0,101*	-0,104*	1

\*. La corrélation est significative à 5 %. \*\*. La corrélation est significative à 1 %

## Annexe 2

Explications des filtres utilisés

Illustration de la procédure suivie (pour chaque entreprise et chaque année de 2005 à 2012)

Filtre libre : Nom PDG (Espalioux pour 2005 Accor)

Période : 01012005 au 31122005

Source : Par type : journaux Europe (mais vérification ensuite de la pertinence des journaux inclus en fonction du titre de la publication d'où est issu chaque article). Justification : échantillon le plus large possible, en langue française car influence de certains titres européens sur l'économie française. → possible grâce au filtre existant sous Factiva : Source.

Société : Nom. Exemple : Accor SA

Langue : français

Exemple :

Sommaire de la recherche

Text	espalioux
Date	01/01/2005 à 31/12/2005
Source	Journaux: Europe
Auteur	Tous les auteurs
Société	Accor SA
Sujet	Tous les sujets
Secteur économique	Tous les secteurs économiques
Région	Toutes les régions
Langue	Français
Filtres d'actualités	Source: Not La Tribune.fr (Français)

---

<sup>1</sup> Terme exprimant l'idée d'intermédiaires diffusant des informations. Ce sont les médias, les analystes financiers, les autorités de régulation, etc.

<sup>2</sup> « *turnover* ».

<sup>3</sup> « *watchdog* ».

---

<sup>4</sup> Pour Charreaux (1997), le système de gouvernance d'entreprise recouvre l'ensemble des mécanismes qui ont « pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants autrement dit, qui “gouvernent” leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire ». Ces mécanismes sont divers : lois, conseils d'administration, médias, marchés financiers...

<sup>5</sup> En anglais « *proxy contest* ».

<sup>6</sup> « *Generally Accepted Accounting Principles* ».

<sup>7</sup> « *Securities and Exchange Commission* » : autorité américaine de réglementation et de contrôle des marchés financiers.

<sup>8</sup> Indice des 120 plus grosses capitalisations de la place boursière parisienne.

<sup>9</sup> Cf. base excel : « Résultats complets TON ».

<sup>10</sup> En anglais, « *the Janis-Fadner (JF) coefficient of imbalance* ».

<sup>11</sup> Etant donné l'éventail du montant des rémunérations, ce sont les logarithmes népériens des valeurs qui ont été inclus dans les modèles économétriques.

<sup>12</sup> Même si la norme IFRS 2, entrée en application en 2005, implique de valoriser les stock-options et de publier l'information dans leur rapport de gestion, peu d'entreprises l'ont fait.

<sup>13</sup> Les salariés peuvent détenir un bloc de contrôle, mais ils ne sont pas indépendants du dirigeant.

<sup>14</sup> Pour le modèle suivant :  $y = \beta_0 + \beta_{1*1} + \dots + \beta_{k*k} + u$

On parle d'endogénéité lorsque  $\beta_k$  qui décrit la relation entre  $x$  et  $y$  ne peut être interprétée de manière causale. Il y a un problème de spécificité. L'erreur à la moyenne n'est pas nulle.

Cela peut provenir d'une variable omise (d'où les variables de contrôle introduites) ou d'une causalité inverse. D'où l'importance de s'assurer que la variable prise pour variable explicative en est bien une.

<sup>15</sup> Test de stabilité des paramètres (F de Fisher ou test de Chow), test des effets non observés, tests de spécification des effets individuels (test de Hausman) pour évaluer le type, soit effets fixes (*within*) soit effets aléatoires (*random*), test d'homoscédasticité (test de Breusch-Pagan), test d'autocorrélation (notamment test de Wooldridge), puis évaluation des modèles avec des procédures selon les résultats obtenus (finalement, soit du *GLS* de type *within* soit *GLS* de type *random*).

<sup>16</sup> « *generalized least squares* » (*GLS*) en anglais.

<sup>17</sup> Les termes d'erreur des différentes observations ne sont pas indépendants. Les écarts types des MCO usuels et les tests ne sont plus valides. La détection de l'autocorrélation s'effectue à partir de l'analyse des résidus empiriques au moyen du test de Durbin-Watson.

<sup>18</sup> Par rapport à la procédure mise en œuvre. Pour avoir des résultats rigoureux, nous avons couplé le nom de l'entreprise avec celui de son dirigeant. Ce qui peut expliquer cette intensivité médiatique pouvant apparaître faible pour certaines entreprises.

<sup>19</sup> H1a : Il existe une relation négative entre la part positive du ton de la couverture médiatique et le nombre de membres indépendants dans le CA.

<sup>20</sup> H1b : L'intensivité de la couverture médiatique est liée positivement à la part des membres indépendants du CA.

<sup>21</sup> H2a : La part positive du ton de la couverture médiatique est corrélée négativement à l'augmentation du nombre de comités spécialisés.

<sup>22</sup> H2b : L'intensivité de la couverture médiatique est corrélée négativement à l'augmentation du nombre de comités spécialisés.

<sup>23</sup> H3a : Il existe une relation négative entre la part positive de couverture médiatique et le montant de la rémunération fixe du dirigeant.

---

<sup>24</sup> H3d : Il existe une relation négative entre l'intensivité de la couverture médiatique et le montant de la rémunération fixe du dirigeant.

<sup>25</sup> H3b : Il existe une relation positive entre la part positive de couverture médiatique et le montant de la rémunération incitative totale du dirigeant.

<sup>26</sup> H3e : Il existe une relation positive entre l'intensivité de la couverture médiatique et le montant de la rémunération incitative totale du dirigeant.

<sup>27</sup> H3c : Il existe une relation positive entre la part positive de couverture médiatique et le montant de la rémunération totale du dirigeant.

<sup>28</sup> H3f : Il existe une relation positive entre l'intensivité de couverture médiatique et le montant de la rémunération totale du dirigeant.