« Origines, validité des prescriptions et éléments de critique théoriques de la gouvernance pro-actionnariale »

LANTENOIS Chistopher
Université Paris XIII CEPN CNRS 71-15
Lantenois@club-internet.fr

Résumé :

Dans ce texte, nous ne nous intéresserons pas à l'origine théorique qui soutient l'idée d'une « bonne » gouvernance d'entreprise. Nous nous tiendrons à présenter dans un premier temps l'approche contractuelle, ses origines, sa cohérence et ses portées pratiques en terme de gouvernance d'entreprise. Nous verrons dans la seconde partie que les résultats empiriques quant à l'efficacité des mécanismes disciplinaires sont dans l'ensemble contradictoires et peu concluants. Rien ne semble justifier, dans les faits, tant de certitude quant à une supériorité intrinsèque du modèle actionnarial. Dans la 3ème partie, nous nous attacherons à présenter dans les grandes lignes l'approche partenariale de la gouvernance, la théorie de l'enracinement et la théorie évolutionniste qui relativisent successivement le statut de créancier résiduel accordé aux seuls actionnaires, l'efficience des mécanismes disciplinaires et l'origine strictement allocative de la valeur. Ces théories que nous qualifierons de micro contestent la pertinence du « one best way organisationnel » orienté actionnaire.

***Mots Clés** : gouvernance des entreprises, théorie de l'agence, approche partenariale de la firme, enracinement, théories cognitives de la firme.*

Introduction

Les processus de libéralisation et de déréglementation des marchés financiers, orchestrés par les puissances publiques, ont doté la finance de marché d'une influence croissante. A sa tête, les investisseurs institutionnels dépositaires d'une puissante force de frappe financière, arrivent à imposer leur logique à un ensemble d'acteurs - firmes, salariat, gouvernements nationaux - et animent la reconfiguration de certaines institutions vers les formes sociales adaptées à la valorisation de leur intérêt.

Au niveau de la firme, un discours orienté « actionnaire », celui de la création de valeur actionnariale, veut astreindre l'ensemble de ses parties prenantes à l'objectif exclusif de satisfaction de ses actionnaires. Il faut maximiser la valeur boursière. Pour cela, on incite à adopter des mécanismes susceptibles de réduire les asymétries d'informations et les divergences d'intérêts. Les codes de gouvernance énonçant précisément quelles sont les « meilleures pratiques » se généralisent. Tous les grands pays occidentaux ont leurs rapports de référence. Et bien que les structures nationales de gouvernance et les cadres légaux soient extrêmement variés à travers le globe, les particularismes nationaux ne tiennent pas. Les recommandations sont étonnement convergentes.

Les firmes, sujettes à l'évaluation publique, sont assignées à adopter des principes de gouvernance précis, codifiés et internationalement agréés. Il faut former en

son sein des comités contrôlant la nomination des administrateurs, la rémunération des dirigeants et l'audit des comptes, octroyer une place prépondérante à l'indépendance des membres du conseil d'administration et présenter avec clarté et transparence l'information pertinente...

L'adoption de ces standards influence la réputation de la firme. Et une bonne réputation relève d'un caractère décisif. Un retournement d'opinion provoque une chute du cours boursier, pénalise l'accès au financement, accroît les menaces de prise de contrôle hostile.

Dans ce texte, nous ne nous intéresserons pas à la structure sociale qui diffuse cette vision particulière de la firme, ni même aux mécanismes cognitifs, sociaux et politiques qui autorisent les promoteurs de codes à juger leurs recommandations comme étant les meilleures pratiques. Nous considérerons la caution universitaire qui soutient la thèse d'un « bon » gouvernement.

Nous nous tiendrons donc à présenter dans un premier temps l'approche contractuelle, ses origines, sa cohérence et ses portées pratiques en terme de gouvernance d'entreprise. Ces propositions sont-elles robustes ? La discipline crée-elle plus de valeur pour l'actionnaire ?

Nous verrons dans la seconde partie que les résultats empiriques sont dans l'ensemble contradictoires et peu concluants. Rien ne justifie, dans les faits, tant de certitude quant à une supériorité intrinsèque du modèle actionnarial.

Dans la 3ème partie, nous nous attacherons à présenter dans les grandes lignes l'approche partenariale de la gouvernance, la théorie de l'enracinement et la théorie évolutionniste qui relativisent successivement le statut de créancier résiduel accordé aux seuls actionnaires, l'efficience des mécanismes disciplinaires et l'origine strictement allocative de la valeur. Ces théories que nous qualifierons de micro contestent ainsi la pertinence du one best way organisationnel orienté actionnaire.

Ainsi, l'objectif de ce texte est simple. Nous ambitionnons de fournir des éléments intellectuels appropriés pour comprendre la permanence de la diversité organisationnelle (ou les réticences à la convergence), bien que les marchés financiers exercent une pression forte à la convergence.

I. De la théorie pro-actionnariale : L'approche contractuelle :

1.1 La genèse de l'approche contractuelle :

- *BEARLE et MEANS [1932]:*

A l'origine du débat, Berle et Means [1932] constatent qu'aux Etats-Unis, l'altération de la capacité de contrôle des actionnaires coïncide avec le développement de la grande industrie et l'accroissement de la liquidité des marchés financiers. Le démembrement des droits de propriété entre un grand nombre d'actionnaires et les dirigeants salariés détenant qu'une infime fraction du capital engendre des conflits d'intérêt[1]. Le capitalisme deviendrait moins efficace du fait de la séparation entre la

[1] Dans l'entreprise managériale, les actionnaires assument le risque économique, disposent du droit de recueillir les fruits de l'actif (fructus) et le droit de l'aliéner (abusus).

propriété et le contrôle. Les managers ne seraient pas incités à être efficaces car ils ne reçoivent pas la plus grande partie du profit.

Quant aux petits porteurs dispersés, même s'ils reçoivent la plus grosse partie du profit, ils sont fatalement relégués à un rôle secondaire : « *les actionnaires sont passifs et la propriété est devenue un statut purement légal exempt du pouvoir de contrôler le personnel ou de modifier les politiques des managers.* » (Berle et Means [1932])

Comme le souligne Charreaux [2002], ils n'accomplissent plus que la fonction passive d'assomption du risque, incapables qu'ils sont d'agir effectivement sur la gestion des entreprises et de discipliner l'équipe dirigeante. Soustraite de toute forme de surveillance active, la direction procède à une gestion qui ne va pas dans le sens de l'intérêt des actionnaires : « *s'il n'y a pas de contrôle de la part des actionnaires, les responsables peuvent puiser dans la trésorerie de la société ou être moins préoccupés de la maximisation des profits que ne le seraient les actionnaires s'ils contrôlaient la société.* » (Berle et Means [1932])

- *ALCHIAN et DEMSETZ [1972]:*

L'analyse d'Alchian et Demsetz [1972] pose les fondements de la vision contractuelle de la firme. Le cadre théorique respecte les principes de l'individualisme méthodologique où l'information est imparfaite et asymétrique. En partant de la firme entrepreneuriale saisie comme une équipe de facteurs de production, les auteurs centrent leur réflexion sur les difficultés que rencontre l'entrepreneur dans l'évaluation de la productivité marginale des inputs et la détermination de leur rémunération. Chacun des facteurs complémentaires qui concourent à la production apporte une contribution qui est difficilement quantifiable.

Les problèmes dans l'observabilité et l'évaluation des contributions individuelles peuvent inciter certains membres de l'équipe à adopter d'éventuels comportements opportunistes (passager clandestin). La solution préconisée pour que l'efficacité soit maximale est qu'un membre de l'équipe ait le droit de surveiller les autres et de mesurer leur performance tout en étant incité lui-même à ne pas être opportuniste. Ce membre, appelé moniteur, se spécialise dans le contrôle des membres de l'équipe. Il n'est autre que l'entrepreneur manager de la firme capitaliste classique à qui on accorde le statut de « créancier résiduel ».

Ce statut signifie « *que le propriétaire de la firme est celui qui reçoit le rendement résiduel résultant de la production, c'est à dire ce qui reste une fois payés les différents fournisseurs de ressources, conformément aux obligations contractuelles.* » (Coriat et Weinstein [1995]) Le propriétaire reçoit le profit de l'exercice (rendement résiduel) déduction faite de la rémunération des différents facteurs fixée dans les contrats.

En contre partie, il a toute la latitude de prendre les décisions qu'il entend pour l'usage d'un actif qui n'aurait pas été clairement spécifié dans le contrat. Il peut entre autre exclure les facteurs de l'équipe qu'il désire. Par son statut de créancier résiduel, il est ainsi incité à exploiter au mieux les actifs et à se spécialiser dans l'évaluation des performances et le contrôle des membres de l'équipe. Toutefois, cette approche ne prend pas en compte des structures organisationnelles plus complexes telle la société par actions.

Les managers sont dépositaires du management de la firme (l'usus). Il existe donc une séparation entre la gestion et la propriété.

1.2 Présentation de la théorie de l'agence :

Issue du débat initialisé Berle et Means [1932] et des travaux d'Alchian et Demsetz [1972], la théorie de l'agence[1] présente la firme comme un « nœud de contrats » entre parties prenantes libres de négocier et dont les fonctions de préférence ne sont pas identiques (apporteurs de capitaux, salariés, fournisseurs, clients...).

Par relation d'agence, Jensen et Meckling [1976] entendent « *un contrat dans lequel une (ou plusieurs personnes) a recours aux services d'une autre personne pour accomplir en son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle à l'agent* ». Unité « élémentaire » de cette approche, la relation d'agence présente un principal déléguant un droit décisionnel à un agent (mandataire) qui agit au nom du mandant. Des relations aussi diverses que la relation entre dirigeant et actionnaires, entre employeur et salariés ou encore entre créancier et bailleur, peuvent être inclues dans cette définition très générale.

1.2.1 Definition de la firme :

La firme apparaît comme une fiction légale, un « socle » dont la fonction est de canaliser et de gérer l'ensemble des contrats (ou relations d'agence) nécessaires à la production. (Baudry [2002]). Jensen et Meckling [1976] précisent la notion de fiction légale. Il s'agit d'une construction juridique artificielle qui « *sert de lieu de réalisation d'un processus complexe d'équilibre entre objectifs conflictuels d'individus à l'intérieur d'un cadre de relations contractuelles.* » C'est un lieu de confrontation, à l'instar du marché, de différents agents aux objectifs différents. (Charreaux [1998])

Les contrats sont incomplets. Tous les états du monde possibles ne sont pas prévus. En conséquence, l'agent est susceptible d'adopter des comportements opportunistes en ne respectant pas ce qu'il s'était engagé à faire (risque moral) ou en dissimulant certaines informations avant de signer (sélection adverse). Ainsi, en raison de conflits d'intérêt entre les différents contractants, de l'incomplétude des contrats et des asymétries informationnelles, l'agent est susceptible de contrarier les intérêts du principal, c'est à dire de ne pas maximiser sa fonction d'utilité.

1.2.2 La relation entre actionnaires et managers :

Dans sa perspective « financière », l'approche contractuelle consacre **au 1er rang de l'analyse la relation conflictuelle et hiérarchique entre actionnaires et dirigeants.** Ces premiers jouent le rôle de « principaux » et de propriétaires de la firme. Ce statut tiendrait au fait qu'ils sont créanciers résiduels : leur fonction est d'assumer le risque lié à l'incertitude et à l'incomplétude des contrats.

Le montant de leur rémunération n'est pas spécifié *ex-ante* contrairement aux autres contractants – fournisseurs, créanciers, salariés... – qui reçoivent la juste contrepartie de leur apport. De plus, ces derniers peuvent facilement interrompre leur « participation » au sein de l'entreprise alors que l'investissement financier des actionnaires se transforme en équipements spécifiques qui engagent des coûts de désengagement élevés. (Polin [2004])

De ce fait, les apporteurs de capitaux disposent du plus faible pouvoir de négociation et de la plus grande difficulté à se retirer de l'entreprise. Pour qu'ils acceptent

[1] Alchian et Demsetz [1972], Jensen et Meckling [1976], Fama [1980, 1983]...

de la financer et du fait qu'ils supportent le risque « résiduel », ils doivent s'approprier le résidu ou surplus créé. La maximisation de la valeur actionnariale doit être recherchée par les managers.

Les dirigeants incarnent le rôle de l'agent. Ils sont mandatés pour gérer au mieux les fonds quels actionnaires leur ont confiés. Or, les managers disposent d'informations techniques, juridiques, financières privilégiées de part leur position dans l'organisation. Et ils n'ont aucun scrupule à user de cet avantage informationnel dans leur intérêt pour s'émanciper du contrôle qui pèse sur eux s'ils se savent à l'abri des conséquences résultant d'un tel comportement. Ils peuvent restreindre l'accès des autres parties prenantes aux données pertinentes.

Ces asymétries d'information incitent les managers à développer des stratégies « d'***enracinement*** » pour renforcer leur position interne et restreindre leur dépendance à l'égard des apporteurs de capitaux. Par exemple, ils préféreront investir dans des projets d'investissement « *idiosyncrasiques* », c'est à dire des investissements où la rentabilité est subordonnée à leur présence ou dans les secteurs où ils détiennent un avantage comparatif. (Shleifer et Vishny [1989])

Ils cherchent ainsi à persuader leurs actionnaires qu'ils sont personnellement indispensables. Et du fait des asymétries informationnelles, les actionnaires auront la plus grande difficulté à contrôler l'effort des managers et à évaluer leurs qualités intrinsèques.

Plus traditionnellement, ils peuvent manier les comptes et les informations transmis aux actionnaires, contrôler le conseil d'administration en faisant nommer des administrateurs proches, multiplier les croisements de mandats, créer des relations privilégiées avec les cadres et le personnel... (Parrat [2003]) Leur position leur confère ainsi la possibilité de maximiser leur propre fonction d'utilité au détriment de celle des actionnaires sans aucun cas de conscience. Ainsi, plus les dirigeants s'enracinent, plus ils contrôlent l'information stratégique et plus il devient difficile de les déraciner. (Gomez [2001]).

En outre, les actionnaires et les managers n'ont pas le même degré d'aversion pour le risque. Ces derniers concentrent l'intégralité de leur capital humain et financier dans l'entreprise qu'ils gèrent alors que les actionnaires ont la possibilité de diversifier leur portefeuille boursier. Ils ont donc une prédisposition à accepter un risque supérieur que les managers. Ainsi, la divergence d'intérêt entre les parties fait naître des coûts spécifiques.

1.2.3 Les coûts d'agence :

Un système de contrôle devient indispensable au bon déroulement du contrat. Mais l'obligation de contrarier les problèmes d'agence génère des coûts spécifiques : les coûts d'agence (« agency costs »). Ces coûts recouvrent :

- Les coûts de surveillance (« *monitoring expenditures* ») supportés par le principal et qui sont associés aux systèmes mis en place pour gérer l'information, surveiller et inciter l'agent à agir dans l'intérêt du mandant. Par exemple, les actionnaires mettront en place des procédures de contrôle spécifiques, des systèmes d'audit ou auront recours aux services d'experts pour évaluer la performance du manager.
- Les coûts d'obligation (« *bonding expenditures* ») supportés par l'agent pour informer la bonne exécution du contrat et rassurer sur la qualité de sa gestion. Les road-show, la publication de rapports établis par des cabinets spécialisés... participent à rendre crédible aux yeux des actionnaires les stratégies adoptées par les managers.

- Les coûts résiduels (« *residual loss* ») ou coûts d'opportunités liés à l'écart qu'il existe entre la stratégie effective adoptée et celle qui maximiserait effectivement la richesse des mandants.

Un « bon » système de gouvernance doit être capable de minimiser ces coûts.

1.2.4 Mecanismes de surveillance :

Selon la théorie de l'agence, l'accroissement de l'efficience de la firme ne peut être généré que par **la discipline, l'incitation et le contrôle** de la direction. Le système de gouvernance se voit attribuer ces fonctions. Il doit limiter les conflits existants et potentiels entre la direction et les actionnaires ainsi que réduire les asymétries d'information. L'action des managers est encadrée pour que ces derniers ne s'attribuent pas une partie de la rente qui revient de droit aux actionnaires.

Dans les mots de Shleifer et Vishny [1997], « *la gouvernance d'entreprise s'intéresse à la manière dont les apporteurs de capitaux aux entreprises s'assurent d'un retour sur leur investissement [...] Comment s'assurent-ils que les dirigeants ne volent pas le capital fourni ou ne l'investissent pas dans de mauvais projets ? Comment contrôlent-ils les dirigeants ?* »[1]

La théorie de l'agence évoque traditionnellement deux catégories de mécanismes de contrôle et d'incitation pour aligner les intérêts des dirigeants sur ceux de leurs actionnaires : les mécanismes internes à la firme et les mécanismes de marchés. Ils n'ont pas la même importance et leur hiérarchie peut varier selon le type de firme. (Charreaux [2004]) Le système de contrôle interne comprend quatre composantes :

- ***Le vote des actionnaires aux assemblées générales*** : Le rôle premier du vote est de permettre aux actionnaires d'exercer le contrôle et d'exprimer leur voix. Il donne le droit de sanctionner l'équipe dirigeante qui serait sous performante et de la révoquer. Dans les assemblées générales, les actionnaires peuvent soutenir ou désapprouver les grands projets stratégiques (fusions & acquisitions, liquidation...).

- ***La hiérarchie*** : Elle représente le mode de contrôle interne par excellence. Elle agit du sommet de l'organisation vers le bas.

- ***La surveillance mutuelle*** : La hiérarchie est complétée par la *surveillance mutuelle* qui se pratique à tous les échelons de l'organisation. Les dirigeants entre eux sont incités à se surveiller car la valeur de leur capital humain sur le marché du travail est conditionnée en grande partie à la performance de l'entreprise. Ils auront donc tendance à dénoncer ceux qui portent atteinte aux performances de la firme.

Comme le souligne Fama [1989] : « *il ne faut pas oublier le mouvement de contrôle réciproque qui se déroule au sein même de l'entreprise, et qui s'exerce non seulement de haut en bas mais aussi, ce qu'on oublie généralement, de bas en haut.* » Tout le monde à intérêt à bien se comporter tout en surveillant si les autres se comportent bien.

-Le conseil d'administration : Elu lors de l'assemblée générale annuelle par les actionnaires qui lui délèguent le contrôle interne, le CA est chargé de représenter leurs intérêts. Il est une organisation dans l'organisation dont le rôle est de réduire les asymétries d'information et de discipliner les managers. Il les incite à agir dans leurs

[1] Cette définition limite le champ de la gouvernance aux conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires.

intérêts en recherchant la rémunération optimale (bonus, stock-option, avantages en nature...), surveille et évalue scrupuleusement les stratégies développées dans cette voie et sanctionne éventuellement l'équipe managériale en la démettant.

« *Le conseil d'administration, en tant que centre du système de contrôle interne, a la responsabilité finale du fonctionnement de l'entreprise. Plus important encore, il fixe les règles du jeu pour les PDG. Le rôle du conseil est d'embaucher, révoquer et rémunérer le PDG...* » (Jensen [1993]) Sa composition doit permettre une gestion et un contrôle efficaces. Les fonctions de président du CA et de directeur général doivent être séparées. (Jensen et Chew [1995])

Dans la mesure où les dirigeants disposent de l'information la plus pertinente sur la société, il doit être composé d'administrateurs internes et pour des raisons d'efficacité du contrôle, d'administrateurs externes indépendants non affiliés au management, compétents et spécialistes du contrôle. (Charreaux [2000]) La qualification de ces derniers est importante car ils détiennent la majorité des sièges et ont pour mission d'arbitrer les éventuels désaccords entre dirigeants. Selon Fama [1980], il est dans leur intérêt d'accomplir cette mission en toute indépendance pour maximiser la valeur de leur capital humain sur le marché des administrateurs externes.

Les mécanismes de contrôle internes sont complétés par des mécanismes externes ou « spontanés » dont l'efficacité est fondée essentiellement sur leur caractère concurrentiel :

-Les marchés financiers (« market of corporate control ») : Le marché financier est le lieu d'évaluation de l'information émise par l'entreprise. Les actionnaires, lorsqu'ils considèrent que la satisfaction de leurs intérêts est imparfaitement prise en compte, peuvent manifester leur mécontentement en vendant leurs titres. Ils votent « avec les pieds ».

Par exemple, lorsqu'une firme A décide d'adopter un arrangement organisationnel particulier et que ses coûts d'agence se réduisent, son cours de bourse doit augmenter. Selon l'approche contractuelle, l'entreprise B concurrente est menacée de *Wall Street Walk* de ses actionnaires tant que celle-ci n'adoptera pas l'arrangement de la firme A. Le cours du titre B risque de baisser et la menace d'OPA-OPE ou d'absorption se fait jour. Les managers sont menacés d'être évincés.

D'autre part, cette baisse du cours des titres peut entraîner une baisse de leur rémunération si celle-ci est indexée sur le cours ou si les dirigeants possèdent des actions. L'équipe dirigeante de cette entreprise ayant le souci de conserver sa place, elle cherchera à satisfaire ses actionnaires pour que ceux-ci ne cèdent pas leurs actions et n'aura d'autre choix que d'adapter son organisation.

-Le marché des cadres dirigeants : Les dirigeants sont évalués par les marchés financiers sur leur capacité à produire de la valeur actionnariale ou du moins à s'engager dans cette fin. Leur réputation est un élément clé qu'ils doivent entretenir en cas de retour sur le marché du travail. Elle participe au processus qui les discipline. « *Il est vrai que la concurrence que se font les managers sur le marché de l'emploi est un mécanisme efficace qui sert à faire le tri ultime entre les « bons » et les « mauvais » ou les « moins bons ».* » (Fama [1980])

De plus, la performance qu'ils réalisent peut avoir une incidence sur la détermination de leur rémunération si celle-ci est indexée au résultat. Faith, Higgins et Tollison [1984] soulignent également l'importance des nouveaux dirigeants récemment embauchés pour discipliner les dirigeants en place en luttant contre les accords qu'ils auraient pu établir entre eux.

-Le marché des biens et services : Le fonctionnement «spontané» du marché sur lequel la firme opère, s'il est concurrentiel, participera à la sélection «naturelle» des firmes par l'élimination de celles qui sont mal gérées. (Baudry [2002]) Seules les formes organisationnelles supérieures réduisant au maximum les coûts survivent dans un milieu compétitif.

« L'optique est celle d'organisations qui se font concurrence pour offrir les services demandés par les consommateurs. Les organisations qui survivent sont celles qui sont à même d'offrir les services ou les produits au prix le plus faible permettant de couvrir les coûts ». (Jensen [1983]) Et comme le souligne Demsetz [1983], des prélèvements trop importants de la part des dirigeants seraient répercutés dans les prix, rendant ainsi la firme moins compétitive.

Nous nous référerons à la taxinomie des mécanismes de gouvernance proposée par Charreaux [1997] qui repose sur deux critères : l'intentionnalité et la spécificité[1]. Le système de gouvernance proposé par la théorie de l'agence peut être représenté comme dans le tableau n°1. Tous ces mécanismes n'ont pas la même importance.

Pour Fama et Jensen [1983]) le CA est le mécanisme de contrôle le plus important pour les firmes managériales à actionnariat diffus. Il existe donc une hiérarchie. De même, les mécanismes internes et externes n'agissent pas de façon indépendante les uns des autres.

Des *phénomènes de complémentarité* ou de substituabilité peuvent intervenir. (Charreaux [2002a]) La contrainte exercée par un mécanisme ainsi que son efficacité peuvent être renforcées par la présence d'un ou de plusieurs mécanismes complémentaires. Par exemple, un CA majoritairement indépendant sera plus « efficace » s'il existe un marché concurrentiel d'administrateurs indépendants assurant l'absence de collusion entre les membres[2].

Tableau n°1 : Taxinomie des mécanismes de gouvernance

	Mécanismes spécifiques à la firme	**Mécanismes non spécifiques**
Mécanismes intentionnels	Systèmes formels d'incitation et de contrôle : - composition du CA, - stock options et intéressement, - vote des actionnaires aux AG, - comités spécialisés…	Environnement légal et réglementaire
Mécanismes spontanés	Mécanismes informels : surveillance mutuelle, hiérarchie, réputation…	Marché des cadres dirigeants Marchés financiers (OPA) Marché des biens et services

Sources : Charreaux [1997]

[1] Un mécanisme est « spécifique » s'il contribue à discipliner uniquement les dirigeants de la firme. Un mécanisme est intentionnel s'il est conçu dans l'intention de discipliner les dirigeants.

[2] En France, les dirigeants viennent majoritairement des mêmes écoles et grands corps : polytechnique et ENA, ce qui crée une segmentation très forte du marché du travail, des problèmes de sélection et d'esprit de corps. Ces faits peuvent relativiser l'efficacité du principe d'indépendance en France.

1.2.3 Portées normatives :

En outre, l'efficacité de ces mécanismes se mesure à l'aune de la valeur actionnariale. La gestion de la firme doit générer un maximum de valeur pour ses actionnaires. Et selon une transposition à l'économique du principe de sélection naturelle, les mécanismes et les formes organisationnelles convergeront vers ces meilleures pratiques.

La portée normative de cette approche ne porte pas à confusion : **la firme doit être dirigée dans l'intérêt de ses actionnaires**. Selon GB Stewart [1994], « *cet objectif ne sert pas simplement les intérêts des propriétaires de l'entreprise, c'est aussi la règle qui permet de s'assurer que les ressources limitées de toutes sortes sont allouées, gérées et déployées de façon aussi efficace que possible, ce qui dès lors maximise la richesse au sens large.* »

La main invisible d'Adam Smith est réactualisée. La focalisation sur la création de valeur pour l'actionnaire constitue aujourd'hui la représentation académique dominante en matière de gouvernance d' entreprise.

II. Critiques empiriques apportées à l'approche contractuelle :

2.1 En guise d'introduction au débat : structure de propriété et performance

Partons d'un constat qui nous emmènera par la suite à discuter de l'efficacité des mécanismes disciplinaires. L'approche contractuelle est particulièrement adaptée au fonctionnement des firmes managériales dans lesquelles le capital social est diffus. Néanmoins, quand nous observons la structure capitalistique des firmes dans les principaux pays développés, force est de constater que cette catégorie de firme est minoritaire. La dispersion de l'actionnariat est n 'est pas la règle.

En Europe continentale, la propriété du capital est concentrée et les firmes sont pilotées par des dirigeants émanant de la famille des actionnaires dominants. L'étude menée par Faccio et Lang [2002] sur la structure du capital des entreprises de 13 pays de l'Europe de l'Ouest révèle qu'en moyenne, 37% des firmes étudiées n'ont pas d'actionnaire principal détenant au moins 20% du capital. Ces firmes sont alors considérées comme ayant un actionnariat dispersé. Quand on regarde au seuil de 10%, seulement 13.7% des firmes étudiées ont un capital dispersé.

En Europe continentale, les firmes sont principalement familiales (44%). En Allemagne et en France, cette configuration est même la norme (64.82% et 64.83%). Il existe un clivage avec le Royaume-Uni où la propriété du capital est plus diffuse qu'ailleurs. Dans 68% des firmes britanniques analysées, aucun actionnaire ne possède plus de 20% du capital et au seuil de 10%, la proportion de firmes au contrôle dispersé tombe à 26.1%. Les auteurs notent cependant qu'à mesure où la taille de l'entreprise croît, le capital tend à devenir plus dispersé. Les grandes firmes cotées ont une structure capitalistique relativement plus dispersée que les autres firmes.

Parmi les firmes contrôlées par au moins un actionnaire au seuil de 20%, soit 63% des firmes du panel, 54% n'ont qu'un seul actionnaire dominant (65% pour la France et 60% pour l'Allemagne). Enfin, plus des 2/3 des firmes familiales européennes (68.5%) sont dirigées par au moins un membre issu de la famille de l'actionnaire dominant. Il assume soit la fonction de directeur, de directeur honorifique, de président ou de vice-président du conseil.

Tableau 2 : Contrôle du capital des sociétés cotées

Pays	Au seuil de 10% : type de contrôle			Au seuil de 20% : type de contrôle		
	dispersé	*familial*	*Etatique*	*dispersé*	*familial*	*Etatique*
France	6.26%	70.44%	5.17%	14.00%	64.83%	5.11%
Allemagne	4.40%	71.64%	5.23%	10.37%	64.82%	6.30%
RU	26.18%	33.75%	0.19%	68.09%	19.88%	0.09%
Europe	13.7%	55.9%	3.18%	**36.93%**	**44.29%**	3.33%

Données de Faccio et Lang [2002]

Claessens, Djankov et Lang [2000] s'intéressent à la structure de l'actionnariat de neuf pays asiatiques dont le Japon, HongKong, la Malaisie et Taiwan. Ils mettent en évidence le fait que 2/3 des entreprises sont contrôlées par un seul actionnaire. Les dirigeants sont généralement proches des familles détenant le contrôle. En moyenne, le principal actionnaire détient 6,90 % du capital et 10,33 % des droits de vote au Japon. Ces chiffres sont de 24,3 % et 28,08 % à Hong Kong, de 23,89 % et 28,32 % en Malaisie et de 15,98 % et 18,95 % à Taiwan. (Hamon [2001])

Ces résultats sont convergents avec ceux de La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer [1999] qui portent sur le contrôle des entreprises cotées dans les 27 pays les plus riches. Les auteurs écrivent : « *il est surprenant de constater que la forme de contrôle de* ***très loin*** *la plus représentée dans le monde n'est pas celle des banques ou des autres entreprises mais, la famille.* »

La première critique adressée au modèle actionnarial porte sur la **faiblesse de son réalisme**. La forte présence de **firmes familiales et contrôlées** relativise la portée et la pertinence de ce cadre d'analyse. La vision de la firme où s'opposent dans leurs intérêts managers et propriétaires / actionnaires au capital dispersé est pertinente que pour les pays anglo-saxons. Dans de nombreux pays, la séparation entre propriété et management est fictive. Les actionnaires dominants peuvent jouer un rôle stratégique dans la gestion des firmes ou exercer un pouvoir sur la gestion. Ils contrôlent leur entreprise avec une part relativement faible d'actions par le biais de la structure pyramidale, des actions à droits de vote multiples et des participations croisées.

En outre, la prédominance au niveau international des structures capitalistiques concentrées déplace les conflits d'agence centraux vers le rapport entre actionnaires minoritaires (petits porteurs) et les actionnaires dominants qui risquent de gérer l'entreprise en faveur de leurs propres intérêts. (La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer [1999], Betch et Roell [1999]) Intéressons nous maintenant à la pertinence des mécanismes préconisés.

2.2 Sur l'efficience des mécanismes disciplinaires :

2.2.1 Rappel sur les prescriptions des « codes de bonne conduite :

Au Royaume-Uni, le Cadbury Committee [1992], aux Etats-Unis, l'American Law Institute [1993], en France le comité Viénot [1995, 1999] et plus tardivement en Allemagne la commission « Cromme » [2002] ont énoncé les grands axes du gouvernement d'entreprise. Dans leur ensemble, les principales recommandations convergent autour de quelques thèmes : la transparence et le contrôle de la gestion des managers, le rôle et la composition du conseil d'administration, l'exercice du pouvoir des

actionnaires... Cependant, chaque pays présente des caractéristiques spécifiques dans le fonctionnement de l'entreprise (codétermination allemande) et dans la structure de l'actionnariat (participations croisées en Italie, présence des banques en Allemagne...).

Revenons maintenant aux principales recommandations. Bien qu'il subsiste des différences fondamentales entre les pays quant à la structure des organes de direction[1], les codes recommandent la restauration de la fonction de contrôle du conseil d'administration (CA par la suite) et son indépendance. Les fonctions de président du CA (ou de surveillance dans les structures duales) et de directeur général (gestion) doivent être séparées afin qu'un seul individu ne dispose pas de tous les pouvoirs. Le CA doit être composé majoritairement d'administrateurs externes représentant les actionnaires. Ils ne doivent avoir aucun lien direct (d'affaire ou de famille) avec les mangers et les principaux actionnaires de l'entreprise. Leur mission est d'apporter un jugement indépendant et critique sur la stratégie poursuivie par la direction. Pour exercer pleinement ses responsabilités, le CA doit se réunir régulièrement. Enfin, le mode de rémunération des managers doit les inciter à respecter l'intérêt des actionnaires (stock options, bonus...).

Les codes de gouvernance d'entreprise insistent sur **la transparence** du fonctionnement des organes de direction et **la circulation de l'information** auprès des actionnaires. Les entreprises sont invitées à créer des comités spécifiques et autonomes au sein du CA dans les domaines de l'audit, la rémunération et la nomination des dirigeants. Leur rôle est de préparer l'étude d'un sujet et de faire des propositions au CA à qui revient le droit de trancher.

C'est le rôle du comité d'audit de sélectionner les auditeurs externes et de travailler avec eux. Il a pour mission de veiller à garantir la qualité de l'information transmise aux actionnaires et d'examiner les comptes. Le comité des rémunérations a pour fonction de fixer le niveau et le mode de rémunération des dirigeants et parfois des administrateurs.

Quant au comité de sélection ou des nominations, il veille à améliorer le processus de sélection des managers et formule des propositions au CA. En outre, l'entreprise doit adopter des normes comptables standardisées internationales pour la publication de leurs comptes, publier des résultats trimestriels et des informations concernant la rémunération des dirigeants et des administrateurs...

Il faut favoriser l'efficacité du marché du contrôle. Les actionnaires demandent une répartition des droits de vote au prorata de la participation au capital. Pour cela, le principe « une action = une voix » doit être respecté et les obstacles à la participation active des actionnaires aux assemblées générales doivent être limitées. Le champ des questions soumises à l'approbation des actionnaires doit être accru. Les « *poison pills* » et tout ce qui freine l'exercice du pouvoir des actionnaires doivent être éliminées pour favoriser les OPA[2]

2.2.2 Resultats empiriques sur l'efficience des mecanismes disciplinaires :

[1] Structure monocamérale dans pays anglo-saxon, structure dualiste directoire – conseil de surveillance en Allemagne...

[2] Les entreprises cotées ont à leur disposition différents moyens pour se protéger contre les raids boursiers. Elles peuvent chercher à fidéliser l'actionnariat en majorant par exemple les dividendes à l'ancienneté et en promotionnant l'actionnariat salarié. Elles peuvent nouer des alliances pour s'assurer de l'appui de partenaires en cas d'assaut boursier, ou développer des participations croisées...

Alors qu'il est relativement commode de raisonner sur le plan théorique, évaluer l'efficacité du contrôle qu'exerce un ensemble de mécanismes de gouvernance n'est pas une chose aisée en pratique. L'articulation entre gouvernance d'entreprise et performance est complexe. Quels indicateurs doivent être sélectionnés pour mesurer l'efficacité de la firme ainsi que la performance intrinsèque des mécanismes étudiés ? Les résultats sont très sensibles à la méthode employée. Mais au delà de ces problèmes méthodologiques, pour valider empiriquement les prescriptions de la théorie de l'agence, les études doivent démontrer que ces mécanismes influencent positivement la performance actionnariale. Démontrer la pertinence de la discipline suppose ainsi de mettre en évidence certaines causalités.

La participation des dirigeants au capital et leur **attribution de primes ou d'actions** de la société sont censées aligner leur intérêt sur ceux des actionnaires et minimiser les conflits d'intérêt au sein de l'entreprise. On suppose ainsi que la convergence d'intérêt est créatrice de valeur même si ce point de vue ne fait pas consensus. (Voir encadré n°1) La détention d'actions par les managers lie directement le patrimoine de ces derniers à la valorisation de l'action. Célébrées dans les années 90, les stocks options font l'objet de nombreuses critiques. Ces dernières années, leur distribution est en perte de vitesse. (Caby et Hirigoyen [2005])

Les entreprises du S&P 500 ont distribué pour 11 milliards de $ de stock-options en 1992, 119 milliards de $ en 2000 et 71 milliards de $ pour 2002. Au Etats-Unis, elles ont participé à l'accroissement considérable des rémunérations des dirigeants et au très fort creusement des inégalités[1]. En 1970, le revenu global d'un CEO du S&P 500 était en moyenne de 850 000$. Il est passé à 14 millions de $ en 2000 et 9,4 millions en 2002. Les stock-options ont participé à ce phénomène : elles représentaient 0 $ en 1970, 7,7 millions de $ en 2000 et 4,4 millions en 2002. (Jensen et Murphy [2004])
Quant aux études empiriques, les résultats ne prouvent pas avec rigueur l'existence d'une causalité positive nette entre la participation des managers au capital via la distribution de stocks-options et la création de valeur. (Himmelberg, Roubbard et Palia [1999]) Morgan et Poulsen [2001] estime que l'annonce de la distribution d'un plan d'options aux managers génère un impact positif à court terme sur la valeur boursière.

Certaines études montrent, à l'instar de celle de Cho [1998], que ce n'est pas l'actionnariat des managers qui explique la performance, mais qu'au contraire, c'est la performance et la valeur l'entreprise qui incite les managers à entrer dans le capital. L'inversion de perspective fait apparaître la nature endogène de la rémunération des managers considérée théoriquement comme un instrument de gouvernance exogène. (Caby et Hirigoyen [2005]) Yermack [1997] s'intéresse quant à lui aux conditions d'octroi de plan d'options aux dirigeants. Il remarque que les managers US perçoivent des stock-options peu de temps avant la publication de résultats financiers positifs, c'est à dire dans des conditions de prix de levée anormalement basses compte tenu des résultats à venir. « *Ce qui leur procure un gain quasiment assuré.* » (Cormier, Magnan et Lena Fall [1999])

Les options incitent les managers à enjoliver la présentation qu'ils font des comptes de l'entreprise pour soutenir les cours ou respecter les prévisions de résultats.

[1] La rémunération moyenne des grands patrons américains représentait 531 fois le salaire ouvrier moyen en 2000, contre 85 fois en 1990 et 20 fois en 1980. (Le monde, 29 novembre 2002)

(Becht, Bolton et Röell [2002], Blair [2003]) De nombreux travaux empiriques montrent le lien entre la rémunération des dirigeants et la fraude comptable. (Caby et Hirigoyen [2005]) Bergstresser et Philippon [2006] et Burns et Kedia [2006] observent par exemple que plus la part des rémunérations indexées sur le cours de l'action est importante, plus la probabilité de fraude est forte.

Pour certains auteurs, les stocks options sont à l'origine de nouveaux problèmes d'agence. Ainsi Bebchuk et Fried [2004] observe que même en absence de bon résultats, les managers maîtrisent suffisamment le CA pour être capables de se fixer eux-mêmes leur rémunération, s'accorder des rémunérations « fantômes » ou des indemnités de départ[1].

Encadré n°1 : Sur le lien entre l'actionnariat des dirigeants et performance :

Trois conceptions s'opposent sur l'impact de la détention d'actions par les managers sur la performance. La 1ère est celle de ***la thèse de la convergence d'intérêt****. Plus le pourcentage d'actions détenu par les managers sera élevé, plus l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale sera respecté. (Berle et Means [1932], Jensen et Meckling [1976]) Les stock-options sont ainsi destinées à diminuer les conflits d'intérêts entre les propriétaires de la firme et les managers chargés de la diriger. La 2nde est celle de la* ***thèse de la neutralité****. Toutes les structures capitalistiques sont équivalentes et elles subissent la même agressivité environnementale qui les conduit à maximiser le profit. (Demsetz [1983]) Plusieurs types de contrôle peuvent générer des résultats équivalents. Cette thèse est confirmée par les travaux de Demsetz et Lehn [1985] qui étudient la relation entre le taux de rentabilité comptable sur fonds propres et le taux de concentration du capital détenu par les principaux actionnaires. Aucune corrélation n'est significative. Enfin, la 3ème est la* ***thèse de l'enracinement*** *selon laquelle plus les dirigeants disposent d'un pourcentage important du capital, plus ils seront incités à se soustraire au contrôle des actionnaires et à gérer l'entreprise dans un objectif contraire à la maximisation de la valeur actionnariale. (Morck, Shleifer et Vishny [1988]) Plus précisément, ces auteurs remarquent une relation non linéaire entre structure de propriété et performance exprimée par le Q de Tobin. C'est le % du capital contrôlé par les managers qui détermine l'effet d'enracinement ou l'effet de convergence. La convergence d'intérêt est vérifiée dans une zone comprise entre 0 et 5% du capital contrôlé par les dirigeants. Puis entre 5% et 25% du capital, l'effet d'enracinement est prééminent. Enfin, au dessus de 25%, il y aurait de nouveau convergence d'intérêt. Les résultats empiriques n'ont pas réussi à parvenir à mettre en évidence un lien clair entre la composition du capital et la performance.*

La question du lien entre la *structure de l'actionnariat et la performance* vaut d'être considérée. Est-ce que les firmes familiales ou contrôlées sont plus ou moins performantes que les firmes managériales au capital diffus ? Créent-elles plus ou moins de valeur pour leurs actionnaires ? Les recherches empiriques n'établissent pas de relation

[1] En juillet 2006, Noël Forgeard, ancien président d'EADS a touché, conformément à son contrat de travail, 1,2 million d'euros au titre de son préavis, 4,9 millions d'indemnité et 2,4 millions de prime de non-concurrence, soit plus de 8 millions d'euros. Quatre mois plus tôt, il avait empoché 2,5 millions d'euros en exerçant des stock- options. Depuis, EADS a annoncé 10.000 suppressions d'emplois.

claire. Pour certaines études, les entreprises managériales sont plus performantes que les entreprises contrôlées.

Pour d'autres, il n'y a pas de différences. Et d'autres encore montrent que les entreprises contrôlées sont plus performantes. (Caby et Hirigoyen [2005]) Ces dernières peuvent être contrôlées par une entreprise, la famille fondatrice, une banque, l'Etat... La prédominance au niveau mondial des firmes familiales mérite qu'on y porte une attention particulière. Allouche et Amann [2000], après avoir recensé 107 études portant sur la performance financière des entreprises sous contrôle familiale, concluent : « *le constat majeur à ce niveau, et les études sont relativement convergentes, c'est celui d'une supériorité marquée des entreprises sous contrôle familial.* »

Pour ces deux auteurs, au-delà de l'hypothèse de la convergence d'intérêt, cette supériorité tiendrait au fait que les salariés ont tendance à être plus « fidèles » et qu'une plus grande cohésion existe entre les membres de l'entreprise.

Les résultats d'Anderson et Reeb [2003] corroborent ce constat. Ils montrent que la performance (en termes de ROA) des entreprises familiales est en moyenne meilleure que celle d'entreprises au capital diffus sur la base d'un échantillon d'entreprises du S&P 500 entre 1992 et 1999[1]. L'écart de performance est manifeste lorsque le PDG est le fondateur de l'entreprise. Cette thèse ne fait pas consensus pour autant. Burkart, Panunzi et Shleifer [2003] soutiennent que dans un contexte légal favorable aux actionnaires minoritaires, les firmes dont actionnariat est principalement familial sont moins efficaces que les firmes non familiales.

Quant au conseil d'administration, sa composition revêt d'une grande importance. Son *indépendance* doit améliorer l'efficience de la gestion et la qualité du contrôle. Pour la plupart des travaux, positif sur l'indépendance aurait un effet les performances de l'entreprise et renforcerait le contrôle disciplinaire. Ainsi, la présence d'administrateurs indépendants dans les conseils accroît la probabilité de révocation des managers en cas de mauvaises performances répétées (Weisbach [1998])

De même, Malette et Hogler [1995] remarquent que plus les entreprises disposent d'administrateurs indépendants dans leurs organes de direction, moins les dirigeants ont la possibilité de faire voter des clauses statutaires les protégeant contre les OPA. Cependant, l'efficacité du contrôle exercé par les administrateurs externes ne fait pas l'objet d'un consensus et les *conclusions sont mitigées* voire contradictoires. Pour Black et Bhagat [1999, 2000], il n'y a aucun fondement empirique solide quant au fait que l'indépendance serait créatrice de valeur. Ils remarquent tout comme Hermalin et Weisbach [1998] que les firmes qui rencontrent des difficultés de profitabilité y répondent en modifiant la composition de leur CA.

Les firmes qui ont une faible profitabilité ont tendance à accroître le nombre de leurs membres indépendants. Mais aucune évidence empirique n'atteste que cette stratégie fonctionne. Dans ce sens, Hermalin et Weisbach [2000] et Brecht, Bolton et Röell [2002] suggèrent que la performance de l'entreprise n'est pas liée à la composition du conseil. Il n'existe pas de degré optimal d'indépendance du CA validé empiriquement.

[1] Pour être plus précis, les auteurs constatent que la relation entre les entreprises familiales cotées et leur performance mesurée par la rentabilité comptable des actifs et par le ratio q de Tobin (valeur des actions / montant comptable des actifs) n'est pas linéaire. La sur-performance est très forte jusqu'à une participation de la famille de 32 % dans l'entreprise, puis elle décline au-delà de ce seuil tout en restant positive.

Les firmes dont le conseil est majoritairement indépendant ne sont pas plus performantes que les autres. D'autres études montrent que les entreprises qui disposent d'une majorité d'administrateurs non indépendants sont plus aptes à traiter les questions stratégiques. (Klein [1995]) De même, Baysinger, Kosnick et Turk [1999] montrent une relation positive entre le nombre d'administrateurs internes et le niveau des investissements en R&D. La présence d'administrateurs internes n'est pas forcement mauvais pour les actionnaires.

La **séparation des fonctions** de président du CA (contrôle) et de directeur général (gestion) doit accroître l'efficacité de la firme. Dans les faits, cette acception n'est pas vérifiée empiriquement. Les résultats sont contradictoires. Certaines études concluent que la séparation des deux postes a un effet légèrement positif sur la performance. (Baliga, Moyer et Rao [1996]) Pour d'autres, notamment Brickley, Coles et Jarells [1997], le cumul des deux fonctions aurait au contraire un impact plus favorable sur la performance de la firme que leur séparation. Agrawal et Knoeber (1996) ont quant à eux, trouvé que la dualité avait un effet négatif sur la performance. Pour Conyon [1997], la structure de la direction serait neutre sur la performance. Ainsi, bien que la séparation des fonctions soit une exigence récurrente dans les codes de « bonne » conduite, son efficacité n'est pas démontrée.

Le **marché du travail** des dirigeants est un instrument qui discipline les managers. Les dirigeants non performants risquent d'être licenciés. La plupart des études empiriques stipule que le remplacement des dirigeants est le plus souvent attribuable aux mauvaises performances de l'entreprise. (Caby et Hirigoyen [1997]) En revanche, l'influence du turnover des dirigeants sur la performance est ambiguë. Certaines études concluent une relation positive, d'autres une causalité négative et d'autres encore l'absence d'influence. Tantôt le remplacement de la direction amène un amélioration de la performance, tantôt sa diminution voir aucun effet significatif. Si en règle général, le turnover des dirigeants est partiellement motivé par des faibles performances, rien n'assure en revanche que la nouvelle équipe fera mieux.

Les **marchés financiers** à travers les **OPA-OPE** doivent inciter les managers à adopter l'intérêt des actionnaires. Les actionnaires déçus par le niveau de performance ont la possibilité de céder leur capital. La baisse du cours des actions qui en résulte ne sera pas sans conséquence pour les dirigeants. Les managers risquent d'être évincés de la firme et remplacer par ceux d'un acquéreur potentiel.

Selon Jensen [1988] et Vilalonga [2000], les firmes acquéreuses ne voient pas leurs cours grimper au-delà de 2-3%. Le cours des entreprises acquises augmente en moyenne de 30% dans les 30 premiers jours. Mais sur une période de un à trois ans, la « surperformance » boursière est de -15%. La valeur générée lorsqu'on agrège la firme cible et la firme prédatrice dans le cadre d'OPA est significativement proche de zéro à long terme. (Becht, Bolton et Röell [2002])

Après avoir répertorié un ensemble d'analyses sur l'efficacité des fusions & acquisitions, Coutinet et Sagot-Duvauroux [2004] concluent : « *l'analyse des différents résultats obtenus lors des études empiriques ne permet de dégager de conclusions générales quant à l'efficacité des opérations de F&A. S'il semble acquis que les actionnaires des firmes cibles voient le cours de leurs titres augmenter lors d'une F&A, les gains pour les actionnaires des firmes initiatrices sont généralement faibles ou nuls. Par ailleurs, des améliorations de profitabilité n'apparaissent de manière systématique pour aucune des firmes.* »

Il n'y a donc aucune évidence « robuste » quant au fait que les OPA soient génératrice de valeur ou quelles seraient suivies par un accroissement de l'efficience.

Selon l'étude de Racenscraft et Scherer [1987], plus des 2/3 des OPA aboutissent à une baisse de la productivité des entreprises. Quant au caractère disciplinaire sur la direction, les résultats sont faibles. Deakin, Hobbs, Nash et Slinger [2002] montrent enfin que les OPA-OPE s'accompagnent généralement de réductions d'effectifs.

Un transfert de richesses semble ainsi s'opérer entre les salariés de l'entreprise-cible via les licenciements et les actionnaires de cette société. L'histoire des OPA montre qu'elles sont plus un mécanisme de redistribution de la richesse plutôt que de création grâce à une meilleure gestion des nouveaux managers. (Beffa, Langlachlach et Touffut [2004])

En outre, l'approche contractuelle proscrit les « ***poison pills*** ». Elles seraient destructrices de valeur car elles limiteraient la possibilité d'OPA et de destituer les managers. Selon Coates [1999], les résultats ne sont pas clairs quant au fait que les « *poison pills* » influenceraient négativement la performance de la firme. De même, les investisseurs semblent accorder peu d'importance à l'adoption de ces mécanismes. Comment et Schwert [1995] montrent que l'adoption de pilules empoisonnées ne fait baisser le cours de l'action des entreprises qui y ont recours que de moins de 2 %, soit une portion négligeable.

Ce recensement d'études sur la pertinence des mécanismes disciplinaires, bien qu'il ne soit pas exhaustif, nous conduit à une conclusion recevable : les résultats sont dans l'ensemble contradictoires et peu concluants. Il semblerait que les dirigeants ont toujours plus ou moins la possibilité de manipuler les règles du jeu et de ce fait s'émanciper de leur dépendance vis-à-vis des actionnaires. (Pollin [2004]) De même, malgré l'hétérogénéité des systèmes de gouvernance à travers le monde, on remarque que chaque modèle (actionnarial aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, partenarial en Allemagne et au Japon) dispose de grands groupes compétitifs au niveau international.

D'autres mécanismes que ceux prescrit par la théorie de l'agence sont capables d'inciter les dirigeants à prendre des décisions efficientes. Pour conclure et en absence d'une caution empirique robuste, **rien ne garantit la supériorité du modèle de gouvernance orienté actionnaire.**

III. Critiques microéconomiques de l'approche contractuelle :

La littérature sur la gouvernance d'entreprise s'est focalisée abondamment sur la relation entre actionnaires et managers. La création de valeur serait conditionnée au respect scrupuleux par l'équipe dirigeante de l'intérêt de ses actionnaires. Nous allons maintenant nous intéresser à des approches microéconomiques alternatives qui relativisent les conclusions de la théorie de l'agence.

3.1 Une relecture de Berle et Means :

La thèse de Berle et Means [1932] est souvent mal interprétée voire caricaturée. Leur analyse les mène uniquement à conclure que les actionnaires, en optant pour la liquidité de leurs actions, n'accomplissent plus qu'une fonction passive d'assomption du risque financier. Cette fonction ne leur donne pas pour autant le droit légitime de s'approprier le statut de créanciers résiduels, c'est à dire le droit de s'approprier l'intégralité du surplus. (Charreaux [2002c])

Avec le formidable développement de la liquidité et de la profondeur des marchés financiers, la facilité de céder leurs titres et de trouver une contre partie relativise ce risque. De même, les firmes cotées s'assurent de plus en plus à distribuer à leurs actionnaires un montant de dividende garanti et indépendant des fluctuations de

l'activité[1]. L'investissement actionnarial devient plus facilement réversible et le risque est minoré.

Dans ce sens, Aglietta et Reberioux [2004] soutiennent que la souveraineté actionnariale est irréalisable et fondamentalement instable. La liquidité implique l'extériorité et la prise de distance vis-à-vis du contrôle alors que ce dernier suppose un engagement intense dans l'entreprise. « *Pour que la liquidité puisse exister, il est nécessaire que la propriété n'ait aucune relation avec son propriétaire, si ce n'est la relation issue de la possibilité qu'à le propriétaire de la transférer. Rien ne saurait être liquide si la valeur assignée dépend de la capacité, de l'effort ou de la volonté du propriétaire* » (Berle [1963])

La valeur actionnariale repose donc sur une **contradiction inévitable** : elle se fonde sur la volonté qu'on les actionnaires de neutraliser les effets de leur extériorisation de l'entreprise induite par la liquidité des marchés financiers alors qu'ils ne cessent de la rechercher. Les actionnaires ne peuvent aspirer au contrôle parce qu'ils l'ont troqué contre la liquidité. (Aglietta et Reberioux [2004])

Comme nous allons l'entrevoir avec l'approche partenariale, les salariés sont autrement plus investis dans l'entreprise que la participation patrimoniale avec « *une intensité, des enjeux et une durée qui sont sans commune mesure.* » (Beffa, Langenlach et Touffut [2004]) Ainsi, Berle et Means [1932] recommandent que la firme soit gérée dans l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes, dans l'intérêt de ceux qui sont affectés par le pouvoir. « *La firme n'est pas un objet de propriété, mais une institution qui doit être gouvernée comme telle.* » (Aglietta et Reberioux [2004])

3.2 L'approche partenariale : la remise en cause du statut de créancier résiduel :

L'essentiel de l'approche partenariale consiste à contester le statut exclusif de créancier résiduel et de propriétaire aux actionnaires. **Il doit être étendu à toutes les parties du nœud de contrat** qui participent à la création de valeur car il n'est pas juste de dire que seul les actionnaires subissent un coût lorsqu'ils interrompent leur relation avec l'entreprise. En cas de faillite, créanciers et salariés perdent une partie de leur capital, qu'il soit humain ou financier.

Comme le souligne Pollin [2004], « *l'investissement de chaque partie prenante dans la création de valeur a quelque chose de spécifique, c'est-à-dire qu'il n'est pas transposable à l'extérieur de la firme.* » Un salarié, un manager, un fournisseur ou un actionnaire ne sera incité *ex-ante* à exploiter au mieux ses compétences et accroître sa contribution que s'il estime être traité justement dans le partage de la rente.

Ainsi, les stratégies d'enracinement ne sont plus systématiquement dénigrées. Les managers peuvent être incités à accroître leur investissement personnel en capital humain spécifique, et créer ainsi de la valeur supplémentaire. Une trop forte discipline peut réduire l'incitation à l'effort et à l'initiative. La rente managériale risque de diminuer.

---

[1] En période de ralentissement de l'activité et de baisse de leur profit, les firmes cotées ont tendance à accroître le pourcentage du bénéfice de l'exercice qu'elles distribuent aux actionnaires sous forme de dividende. Il se peut qu'elles distribuent plus de dividendes que de leur bénéfice. Elles puisent ainsi dans les réserves. Il n'est pas rare que les firmes faisant des pertes (bénéfices négatifs) assurent un montant de dividendes positif. Le risque spécifique lié aux fluctuations de l'activité n'est donc plus à ce moment supporté par les actionnaires.

Les salariés, négligés dans l'approche standard, sont repensés comme un actif spécifique. Ils développent des compétences et des savoirs faire qui ne sont pas transposables dans d'autres firmes et qu'ils risquent de perdre lors de la cessation du contrat.

Il en est de même pour les fournisseurs qui développent des relations de coopération avec leur donneur d'ordres et qui encourent la faillite en cas de rupture de contrat. Toutes les parties prenantes supportent des risques liés à la spécificité de leurs investissements. Pour qu'elles soient incitées à se spécialiser, elles doivent donc participer au partage du surplus. (Blair [1995])

La firme devient selon Rajan et Zingales [1998] un « ***nœud d'investissements spécifiques***, c'est-à-dire « *une combinaison d'actifs et de personnes mutuellement spécialisées.* » Ces investissements spécifiques s'accumulent autour d'une compétence « *critique* », celle de l'entrepreneur. Ce dernier exerce un contrôle sur l'ensemble des parties prenantes. Il influence l'accumulation des actifs et essaye de mettre en œuvre des complémentarités entre sa ressource managériale et celles des autres personnes spécialisées.

La rente organisationnelle trouve ainsi son origine dans cette accumulation d'investissements qu'un bon système de gouvernance doit assurer. Et la pérennité de cette accumulation n'est assurée que si les toutes les parties prenantes soient incitées à s'investir dans leur capital. Toutefois, si les managers de l'entreprise n'ont pour seul objectif que de satisfaire l'intérêt des actionnaires, les autres parties prenantes ne seront pas incitées à se spécialiser.

L'organisation sera sous optimale et le capital productif sous spécialisé. (Rebérioux [2005]) Pour parer à ce risque, la gestion des intérêts divergents des différentes parties prenantes doit devenir l'objectif prioritaire des administrateurs et de la direction. C'est **au nom de la firme** que les managers doivent s'employer à accroître la valeur à long terme et non plus pour les seuls actionnaires. Ces derniers doivent néanmoins garder le droit de nominer et de révoquer les membres du CA et d'influencer les choix stratégiques de l'entreprise. (Rajan et Zingales [1998])

La logique partenariale repense ainsi toutes les parties prenantes qui contribuent à la création de valeur, ce qui conduit à remettre en cause la maximisation de la valeur actionnariale. Les dirigeants doivent arbitrer dans l'intérêt de l'ensemble des stakeholders. Bien que certains aspects cognitifs soient perceptibles, la démarche reste intrinsèquement contractuelle. Il faut discipliner les parties prenantes et réduire les conflits d'intérêts en agissant sur la répartition de façon à ce que la création de richesse soit réalisée au mieux.

Cette vision reste donc prisonnière du contractualisme qui ne sait penser les dynamiques cognitives et le processus même de création de valeur. (Charreaux [2000a, 2004])

3.3 La théorie de l'enracinement : l'efficience des mécanismes relativisée :

La théorie de l'enracinement a été initialement présentée par Shleifer et Vishny [1989]. Les managers bénéficient d'asymétries informationnelles qui renforcent leur position dans la firme. Ils peuvent être ainsi amenés à adopter un comportement qui ne maximise pas l'intérêt des actionnaires contraints à accepter des agissements contraires à ceux qui assureraient la pleine reconnaissance de leur intérêt. Et loin de renforcer l'efficience organisationnelle, les mécanismes de contrôle préconisés par la théorie de

l'agence peuvent être manipulés de telle manière que les dirigeants s'enracinent dans leur fonction. (Alexandre et Paquebot [2000])

Nous allons nous intéresser à deux mécanismes qui peuvent être détournés: la politique d'investissement de la firme et la nomination des membres du CA.

Selon l'approche contractuelle, **l'OPA** est un mécanisme qui discipline les dirigeants. En cas de performances décevantes, les actionnaires sont susceptibles de vendre leurs actions et faire baisser le cours, poussant ainsi à une prise de contrôle par un concurrent. Pour la théorie de l'enracinement, l'OPA peut constituer une stratégie opportuniste pour des managers soucieux de conserver leur poste.

La société absorbée peut représenter un investissement « *idiosyncrasique* » dans des domaines où ils possèdent une connaissance particulière. Les dirigeants peuvent ainsi accroître la dépendance des autres parties prenantes à leurs égards. De même, l'acquisition d'une société peut permettre aux managers de récompenser les cadres qui les soutiennent en leur offrant des possibilités de promotion interne.

Enfin, les managers peuvent être incités à acquérir des firmes performantes pour présenter des comptes de meilleure qualité lors des assemblées générales. Selon Coutinet et Sagot-Duvauroux [2004], les F&A « *peuvent contribuer à augmenter les ressources contrôlées, à rendre les systèmes d'information plus complexes à gérer, à augmenter l'asymétrie avec les actionnaires...* » L'accroissement de la taille de la firme rend donc son organisation plus complexe et moins compréhensibles, ce qui « *réduit la probabilité d'être remplacer par un dirigeant concurrent.* » (Parrat [2003]) En outre, les coûts induits par le remplacement des managers deviendront exorbitants.

Dans les faits, les administrateurs internes sont subordonnés hiérarchiquement aux managers dirigeants. Ils ne peuvent donc pas s'opposer pleinement à leur direction pour ne pas risquer de compromettre leur carrière. L'efficacité de leur contrôle et de leur contestation en est affectée. C'est pour cette raison que la théorie de l'agence en appelle au recrutement d'administrateurs externes indépendants.

Toutefois, les dirigeants sont incités à faire nommer des administrateurs « acquis » à leur cause. Ils favorisent la construction de participations croisées et accumulent des mandats pour contrôler le CA et accroître leur pouvoir discrétionnaire sur les actionnaires. Ils peuvent aussi avoir recours à des mécanismes de défense pour se protéger (« *poison pills* ») des OPA et de l'insécurité qui en résulte.

La mise en place de dispositions statutaires pour préserver le management peut aller à l'encontre du libre jeu de la concurrence. La direction peut limiter statutairement le nombre de droits de vote possédés par un actionnaire, distribuer des actions à dividendes prioritaires en contre partie de l'abandon du droit de vote ou émettre de actions à droit de vote double. Pour renforcer les actionnaires fidèles, elle peut mettre en place des pactes d'actionnaires qui renchérissent le coût d'acquisition pour un hypothétique prédateur, développer l'actionnariat salarié ou émettre des bons de souscription d'actions réservés à des investisseurs amis...

3.4 Les approches cognitives de la firme : la création endogène de valeur :

Comme le souligne Charreaux [2002b], les approches contractuelles, quelles soient actionnariales ou patrimoniales, donnent une vision particulière et incomplète du processus de création de valeur. La firme est perçue comme un instrument disciplinaire dont l'objectif est de réduire les pertes d'efficience liées aux conflits d'intérêt associés au

partage du surplus. Il faut économiser les ressources et adopter les schémas de contrôle les plus appropriés.

Mais quant à la manière dont la rente est endogènement produite, la théorie contractuelle reste muette. « *Le schéma contractuel conduit ainsi à attribuer la source de la performance non pas à la façon dont on crée de la valeur, c'est à dire à la façon dont une firme parvient à être plus performante que ses concurrentes dans sa fonction productive, mais à la façon dont on évite de gaspiller la valeur potentielle en mettant en place des schémas de contrôle adaptés* » (Charreaux [2002b]).

Rappelons que dans la théorie standard, les contraintes techniques sont données. La technologie est librement et instantanément disponible. Une bonne gouvernance repose sur un ensemble de mécanismes qui astreignent la direction à faire uniquement les bons choix (dans le sens de l'intérêt des actionnaires), ces derniers pouvant être connus objectivement. (Wirtz [2005]).

3.4.1 Nature de la firme et origine de la rente :

Les théories cognitives[1] de la firme apportent des réponses intéressantes quant à l'origine de la rente. L'hypothèse de rationalité substantive est abandonnée au profit d'une rationalité dite procédurale. Les agents dotés d'une rationalité imparfaite élaborent, s'adaptent et apprennent. (Coriat et Dosi [1995]) Ainsi, dans un environnement complexe et non stationnaire, ils font de leur mieux. (Coriat et Weinstein [1995]) Ils ne maximisent plus sous contrainte. Leur comportement s'appuie sur le *satisfacing* et les routines. Les opportunités ne sont plus exogènes mais construites par la firme. Tant les technologies que les préférences des agents évoluent de façon endogène avec le temps. (Charreaux [2001])

Ainsi, la firme est perçue comme un « *processus* ou *répertoire de connaissances productives*, un *système interprétatif* » qui se construit à partir des connaissances individuelles et collectives acquises par l'apprentissage. Ces connaissances se fossilisent par la suite dans des routines organisationnelles. Il découle de ce que nous venons de présenter deux ruptures avec l'approche contractuelle :

- *Les firmes ne sont pas toutes les mêmes.* Elles se différentient les unes des autres par la structure de leurs connaissances stockées dans leurs routines et l'ensemble de leurs compétences clés qu'elles ont accumulées. (Dosi [1998]) On peut comprendre plus aisément pourquoi dans une même industrie, les entreprises différent les unes des autres. Les entreprises concurrentes disposent d'un ensemble de ressources hétérogènes qui justifie les positions concurrentielles et les performances différentes.
- *L'efficience n'est plus allocative et statique* mais de type **dynamique, productif et adaptatif.** (Charreaux [2001]) Elle se construit sur la base de leur savoir-faire acquis par la répétition des pratiques et l'apprentissage.

Ainsi, la variété des structures et des performances trouve son origine « *sur la base des apprentissages qu'elles ont su mettre en œuvre* [...] *par la nature des qualités et des routines qui sont leurs patrimoines irréductibles.* » (Coriat et Weinstein [1995]) Dans un environnement en évolution quasi-permanente, **les comportements sont naturellement différenciés.**

Les réactions sont prédéterminées par leurs compétences, les connaissances et les savoirs acquis. (Paulré [1999]). Et ces capacités ont une importante dimension

[1] Nous retiendrons arbitrairement la théorie évolutionniste de la firme.

idiosyncrasique : leur imitation et leur transfert sont particulièrement difficiles pour les entreprises concurrentes. Simultanément, l'histoire de la firme compte et conditionne son futur[1]. Son comportement est conditionné par son expérience passée et l'accumulation de ses compétences.

Teece, Pisano et Shuen [1992] décrivent ce phénomène de dépendance de sentier ainsi: « *Les entreprises devraient rencontrer des baisses de performance, quand elles se développent dans des activités et marchés qui requièrent la résolution et le management de problèmes de coordination différents de ceux que leur répertoire actuel de routines peut gérer.* » Pour Coriat et Weinstein [1995], « *la thèse évolutionniste [...] est que le sentier d'évolution de la firme est prédéterminé par la nature même de ses actifs spécifiques.* »

La dépendance de sentier l'inscrit dans une trajectoire technologique spécifique, susceptible d'être irréversible (effet de lock-in). Ainsi, chaque nouvelle procédure apprise, déterminée par la structure des règles en vigueur, doit s'adapter aux éléments de cette structure. (Guilhon et Huard [1999])

Selon Charreaux [2002b], le rôle des parties prenantes peut être repensé. L'administrateur externe, avec ses compétences spécifiques, devient un apporteur de ressources qui peuvent être à l'origine de nouvelles opportunités de croissance. Il aide ainsi les managers à bâtir leur vision et élaborer l'avenir de la firme.

Le conseil d'administration n'est plus qu'un simple organe de contrôle composé majoritairement d'administrateurs indépendants. Il peut assister le management à imaginer et construire de nouvelles opportunités de développement. La qualité de l'administrateur ne se mesure plus qu'à sa seul expertise dans le contrôle, mais selon sa capacité à produire des ressources cognitives à mêmes de s'associer dans un projet collectif. « Le *critère de diversité du conseil prend le pas sur celui de l'indépendance.* »

L'enracinement des dirigeants n'est plus un mal en soi. Il peut inciter ces derniers à développer des ressources spécifiques à la firme qui seront à l'origine de plus de richesses pour l'actionnaire. Ainsi, le système de gouvernance doit réduire les conflits d'intérêt mais aussi faciliter la coordination et l'échange entre les différentes parties.

3.4.2 Portees des approches cognitives :

Pour notre problématique, nous noterons qu'il est certainement vain de vouloir transposer un principe de gouvernement particulier à une entreprise s'il est incompatible avec son répertoire de compétences et ses routines organisationnelles. Selon Milgrom et Roberts [1992], les firmes sont des architectures organisationnelles complexes aux éléments constitutifs complémentaires. Elles sont le lieu d'une mise en commun de compétences complémentaires et les propriétés de l'ensemble ne se réduisent pas à celle de ses composantes élémentaires.

Les investissements spécifiques de chacun se valorisent en fonction des apports des autres. Du fait de ces synergies – ou complémentarités – entre les différents investissements, la somme est supérieure à la somme des parties. Dans l'hypothèse où nous appliquons le principe de dépendance de sentier au système de gouvernance, on peut supposer qu'en absence de complémentarité avec l'architecture organisationnelle, *rien ne garantit que le transplant d'un mécanisme disciplinaire « prenne ».*

[1] Notons que l'histoire introduite suit une logique d'apprentissage. « *La firme n'est qu'une organisation cognitive, a-historique au sens de référence datée, sans véritable dimension sociale.* » (Munier [1999])

Changer quelques mécanismes de manière isolée pourrait altérer le fonctionnement de l'organisation, déstabilisant certaines complémentarités centrales ou compétences clé, affectant de ce fait la performance systémique.

IV. Conclusion :

L'approche contractuelle ne doit être rejetée. Les enjeux relatifs aux conflits d'intérêt entre parties prenantes et à l'appropriation de la valeur créée sont bien réels. Les scandales financiers de Worldcom, Enron, Andersen ou Parmalat illustrent bien la plausibilité de la théorie de l'agence dans certains contextes. Certains dirigeants peuvent délibérément adopter des comportements déviants conduisant à la spoliation de milliers d'actionnaires.

Cependant, le tout disciplinaire prescrit par la théorie de l'agence, transposé en codes de bonne gouvernance exhortant à l'adoption d'un ensemble de recommandations promues comme un « *idéal à atteindre* », pourrait bien se traduire dans les faits par des effets contradictoires en termes de création de valeur. D'une part, les mécanismes de contrôle prévus par l'approche disciplinaire peuvent être défaillants ou être détournés pour favoriser l'enracinement des managers. D'autre part, créer de la valeur implique plus que la seule réduction des coûts d'agence et l'élaboration d'une structure de gouvernance disciplinaire dont la fonction exclusive consisterait à éviter la spoliation des actionnaires. (Wirtz [2006])

Explorer des nouvelles sources de valeur est principalement une question productive et cognitive. Dans ce contexte, un bon système de gouvernance doit prendre subtilement en compte ces deux facteurs : discipline et cognition. Ainsi, il n'existe pas « un » modèle de gouvernance optimal dans l'absolu. Certains modèles sont plus efficaces que d'autres selon le secteur d'activité, l'intensité capitalistique, le degré de qualification des salariés ou l'étape de développement de la firme[1]. Aussi, la firme doit élargir son système de gouvernance à l'ensemble des parties prenantes clé pour incorporer les connaissances tacites et spécifiques qu'elles possèdent.

En outre, la réflexion doit s'élargir aux institutions. Car comprendre la diversité des structures organisationnelles et des stratégies des firmes requière d'appréhender l'architecture institutionnelle dans laquelle elles évoluent comme une structure incitatrice et contraignante : *Institutions matter*. Les firmes, encastrées dans ces règles du jeu spécifiques, n'adopteront certains principes de gouvernance que s'ils sont complémentaires avec le mode de coordination dominant dans leur économie politique.

Bibliographie

*Aglietta et Rebérioux, « Dérives du capitalisme financier » [2004]

[1] Comme le montre Wirtz [2006], facteurs disciplinaires et cognitifs voient leur poids relatifs varier selon le stade développement de l'entreprise et le degré d'incertitude caractérisant son secteur d'activité. Pour une jeune entreprise évoluant dans un environnement instable (jeûnes pousses innovantes), son processus de création de valeur sera fortement tributaire des connaissances tacites et des compétences spécifiques de ses membres. Plus la technologie se vulgarise et plus le capital est ouvert, plus les problèmes de discipline se font jour.

*Agrawal et Knoeber, « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. » [1996]
*Alchian et Demsetz, « Production, information costs, and economic organisation » American economic review [1972]
*Allen et Gale, « Corporate governance et competition » [1998]
*Allouche et Amann, « L'entreprise familiale : un état de l'art » dans Finance Contrôle et Stratégie [2000]
*Anderson et Reeb, « Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 » Journal of finance [2003]
*Baliga, Moyer et Rao, « Ceo Duality And Firm Performance: What's The Fuss? » [1996]
*Baudry, « Economie de la firme » Repères, la découverte [2003]
*Baysinger, Kosnick et Turk, « Effects on board and ownership structure on corporate R&D strategy.» [1999]
*Bebchuk et Fried « Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation » [2004]
*Becht, Bolton et Röell, « Corporate governance and control » [2002]
*Becht et Roell, « Blockholding in Europe : An international comparison » European Economic Review [1999]
*Beffa, Langenlach et Touffut, « Comment interpréter le projet de directive OPA » [2004]
*Bergstresser et Philippon, « CEO incentives and earnings management: Evidence from the 1990s » [2006]
*Berle, « La réorganisation de l'économie américaine » [1963]
*Berle et Means, « The modern corporation and private property » [1932]
*Blair, « Shareholder value, corporate governance, and corporate performance. A Post-Enron reassessment of the conventional wisdom » [2003]
*Blair, « Post-Enron Reflections on Comparative Corporate Governance » [2002]
*Blair, « Firm-Specific Human Capital and Theories of the Firm » [1999]
*Brickley, Coles et Jarell, « Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board » [1997]
*Burkart, Panunzi et Shleifer, « Family Firms. » [2003]
* Burns et Kedia, « The impact of performance-based compensation on misreporting » [2006]
*Caby et Hirigoyen, « La création de valeur de l'entreprise » [1997]
*Coates, « The Contestability of Corporate Control: A Critique of the Scientific Evidence on Takeover Defenses » [1999]
*Conyon, « Corporate governance and executive compensation » [1997]
*Cormier, Magnan et Lena Fall, « L'octroi d'options sur actions aux dirigeants et la performance financière de la firme : une étude canadienne » dans Finance Contrôle et Stratégie [1999]
*Charreaux, « Le gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits » [1997]
*Charreaux, « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures » [1999]
*Charreaux, « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance » [2000]
*Charreaux, « Quelle théorie pour la gouvernance ? de la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive » [2002a]
*Charreaux, « Variation sur le thème : A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise » dans Finance Contrôle et Stratégie [2002b]
*Charreaux, « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives » RFG [2002c]

*Charreaux, « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux » Cahier du FARGO [2004]
*Charreaux et Desbières, « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale » dans Finance Contrôle et Stratégie [1998]
*Cho, « Ownership structure, investment and the corporate value ; an empirical analysis » [1998]
*Claessens, Djankov et Lang, «The separation of ownership and control in East Asian corporation» [2000].
*Comment et Schwert « Poison ou placebo ? Evidence on the deterrance and wealth effects of modern anti take over measures. » [1995]
*Coriat et Dosi, « Evolutionnisme et régulation, divergences et convergences » dans Théorie de la régulation, l'état des savoirs [1995]
*Coriat et Weinstein, « Les nouvelles théories de l'entreprise » [1995]
*Coriat et Weinstein, « Sur la théorie évolutionniste de la firme », dans *Approches évolutionnistes de la firme et de l'industrie*, sd Basle, Delorme, Lemoigne et Paulré [1999]
* Deakin, Hobbs, Nash et Slinger, « Implicit contracts, takeovers and corporate governance: in the shadow of the city code » [2002]
*Demsetz, « The structure of corporate ownership and the theory of the firm. » [1983]
*Demsetz et Lehn, « The structure of corporate ownership: causes and consequences. » [1985]
*Faccio et Lang, « The Ultimate Ownership of Western European Corporations. » [2002]
*Faith, Higgins et Tollison, « Managerial rents and outside recruitment in the coasien firm. » [1984]
*Fama, « Agency problems and theory of the firm » Journal of political economy [1980]
*Fama et Jensen, « Agency Problems and Residual Claims » Journal of Law & Economics [1983]
*Fama et French, « The corporate cost of capital and the return on corporate investment » Journal of Finance [1999]
*Gordon, « Independent Directors and Stock Market Prices: The New Corporate Gov Paradigm°» [2006]
*Grossman et Hart, «°One-share-one-vote and the Market for Corporate Control.°» [1988]
*Guilhon et Huard, « La firme évolutionniste comme espace cognitif », dans *Approches évolutionnistes de la firme et de l'industrie*, sd Basle, Delorme, Lemoigne et Paulré [1999]
*Hamon, « la répartition des droits de vote, leur exercice et l'efficacité économique. » [2001]
*Hermalin et Weisbach, « Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO°» American economic review [1998]
*Hermalin et Weisbach, « Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature » [2000]
*Himmelberg, Hubbard et Palia, « Understanding the determiants of managerial ownership and the link between ownership and performance. » [1999]
*Jensen, « Takeovers : their causes and consequences » [1988]
*Jensen, « The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control system°» Journal of finance [1993]
*Jensen et Meckling, «theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure » Journal of financial economics [1976]

*Jensen et Chew, « US corporate governance: lessons from the 1980s. » [1995]
*Jensen et Murphy, « Remuneration : Where we've Been, how we Got to here, what Are the Problems, and how to Fix them. » [2004]
*Jones, « Instrumental Stakeholder Theory: a synthesis of ethics and economics. » [1995]
*Klein, « Firm productivity and board commitee structure » [1995]
*La Porta, Lopez de Silanes et Shleifer, «°Corporate Ownership Around the World. » [1999]
*Lazaric, « Routines et apprentissage dans la théorie évolutionniste », dans *Approches évolutionnistes de la firme et de l'industrie*, sd Basle, Delorme, Lemoigne et Paulré [1999]
*Mallette et Hogler, « Board composition, stock ownership and the exemption of directors from liability» [1995]
*Milgrom et Roberts, « Economics, organisation and management. » [1992]
*Morgan et Poulsen, «°Linking pay to performance- compensation proposals in the S&P 500. » [2001]
*Morck, Shleifer et Vishny, «°Management ownership and market evaluation.°» [1988]
*North, « Institutions, institutional change and economic performance » [1997]
*Paulré, « La théorie évolutionniste de la firme comme programme de recherche », dans *Approches évolutionnistes de la firme et de l'industrie*, sd Basle, Delorme, Lemoigne et Paulré [1999]
*Pollin, « Note de lecture » dans la Revue économique n°55 [2004]
*Rajan et Zingales, « Power in a theory of the firm » Quarterly journal of economics [1998]
*Rajan et Zingales, « The great reversals: the politics of financial development in the 20th century » Journal of financial economics [2003]
*Ravenscraft et Scherer, « Life after takeover » [1987]
*Rebérioux, « Gouvernance d'entreprise et théorie de la firme: quelle(s) alternative(s) à la valeur actionnariale ? » [2004]
*Rosenstein et Wyatt, « Outside control, board independence and shareholder wealth » [1990]
*Shleifer et Vishny, « Management entrenchment : the case of manager specific investments » [1989]
*Shleifer et Vishny, « A Survey of Corporate Governance. » [1997]
*Stewart, « EVA: fact and fantasy. » [1994]
*Teece, Pisano et Shuen, « Dynamic Capabilities and Strategic Management. » [1992]
*Vilalonga, « Diversification discount or premium. » [2000]
*Weisbach, « Outside directors and CEO turnover ». [1998]
*Wirtz, « « Meilleures pratiques » de gouvernance et création de valeur : une appréciation critique des codes de bonne conduite. » [2005]
*Wirtz,« Compétences, conflits et création de valeur: une approche intégrée de la gouvernance» [2006]
*Yermack, « Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements. » [1997]
*Zingales, « In search of new foundations » [2000]