

VERS UNE THÉORIE DU GOUVERNEMENT DES ENTREPRISES

Gérard CHARREAUX(*)

Mai 1996

(*) Professeur en Sciences de Gestion, Directeur du Programme doctoral en Sciences de Gestion de l'Université de Bourgogne

IAE DIJON - CREGO / LATEC

4, Bd Gabriel, 21000 Dijon; Tel. 80.65.35.66; Fax. 80.39.54.88

e-mail : gcharrea@satie.u-bourgogne.fr

N.B. : L'auteur remercie Pierre Salmon, Professeur à l'Université de Bourgogne et les participants aux séminaires doctoraux des IAE de Dijon et de Lyon III pour leurs commentaires et suggestions.

RÉSUMÉ

Si le gouvernement des entreprises fait l'objet de nombreux débats dans les milieux professionnels et politiques, la réflexion théorique sur ce thème reste souvent pauvre et très fragmentaire. L'objectif de cet article est de poser les bases d'une théorie du gouvernement des entreprises. Ce dernier est défini comme 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.

L'article est construit autour de quatre questions fondamentales, visant à proposer une problématique permettant de structurer un programme de recherche dans ce domaine important. (1) Que recouvrent les systèmes de gouvernement des firmes? (2) Comment fonctionnent et évoluent ces systèmes? (3) Quelles sont les qualités d'un système efficace? (4) Existe-t-il un système plus performant?

ABSTRACT

Although the corporate governance question is abundantly discussed in the business and political spheres, the scientific thinking in this field remains poor and partial. The purpose of this article is to create the foundations of a theory of corporate governance. This last one is defined as the system made up of the mechanisms which delimit the powers and influence the decisions of managers, or in other terms, which govern their conducts and define their discretionary space.

This article is built around four basic questions and aims to formulate a problematic in order to structure a research program in this important field. (1) What are the components of the corporate governance systems? (2) How function and evolve these systems? (3) What are the qualities of an efficient system? (4) Does an optimal system exist?

Si depuis quelques années, le thème du *corporate governance* fait l'objet d'une attention nouvelle, notamment de la part des médias, en raison des différents scandales qui ont marqué la vie des affaires, tant en France qu'à l'étranger, il s'agit, comme le souligne très pertinemment Thiveaud (1994), d'un aspect particulier d'une question éternelle, le partage des pouvoirs¹. La constitution de ce thème en tant que courant de recherche est cependant traditionnellement attribuée à Berle et Means (1932), dans leur discussion des conflits résultant de la séparation des fonctions de propriété et de décision dans les grandes sociétés par actions américaines au début du siècle, et qui opposent les actionnaires aux dirigeants. L'attention portée à cette question trouve ainsi son origine dans les défaillances, apparentes ou prétendues, des systèmes de *corporate governance*, qui aboutissent soit, à détruire de la richesse soit, à la répartir au détriment d'une catégorie d'agents, les petits actionnaires dans le cas évoqué par Berle et Means. La spoliation peut cependant affecter d'autres catégories d'agents, par exemple les salariés, voire les dirigeants, lors d'une prise de contrôle hostile ou les créanciers, lors d'une défaillance de l'entreprise.

Il est devenu usuel de traduire *corporate governance* par "gouvernement des entreprises", même si cette traduction rend imparfaitement compte de sa signification dans le débat initié par Berle et Means, le terme de "gouvernance des grandes sociétés"² étant plus approprié. Sans entrer dans la discussion étymologique du concept, nous en proposons la définition suivante afin de préciser la nature des questions qui relèvent de ce thème : *le gouvernement des entreprises 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*. Cette définition peut être étendue aux dirigeants des organisations en général (notamment à ceux du gouvernement de l'État), le thème du gouvernement des entreprises s'élargissant pour devenir le gouvernement des organisations. Une définition proche, mais plus restrictive, car fondée sur le concept de transaction, inspirée de la notion de *governance structure* ("structure de gouvernance") introduite par Williamson (1985), consisterait à définir la *corporate governance* comme les structures gouvernant les transactions qui se produisent entre l'entreprise (ou l'organisation) et ses dirigeants.

La définition retenue, volontairement extensive, afin de recouvrir les différents champs de recherche rattachables à ce thème, permet d'inclure l'ensemble des mécanismes de gouvernement, qu'ils soient internes ou externes selon la distinction consacrée par la théorie de l'agence ou encore, spontanés ou intentionnels, selon la typologie due à Williamson³ (1991 a). La notion de système de gouvernement à laquelle nous faisons référence, suppose que la délimitation de l'espace

¹. Cet auteur propose par ailleurs une remarquable analyse historique des mécanismes de gouvernement.

². Selon la traduction proposée par Thiveaud (1994).

discrétionnaire des dirigeants résulte de l'interaction d'un ensemble de mécanismes. Ces derniers ne traduisent pas nécessairement une intention, par exemple, celle du législateur. Ainsi, les marchés constituent traditionnellement un mécanisme de gouvernement spontané des dirigeants.

La recherche en matière de *corporate governance* regroupe l'ensemble des questions visant à décrire, expliquer, comprendre les systèmes de gouvernement, leur évolution et leur fonctionnement et, dans une perspective normative à les réformer, s'ils sont jugés défectueux ou perfectibles. L'intérêt d'un tel courant de recherche est évident dans la mesure où les décisions des dirigeants ont vraisemblablement une influence déterminante sur la performance des firmes — quelle qu'en soit la définition — et plus généralement, sur celle du système économique. Il se situe tout autant sur le plan micro-économique que macro-économique. En particulier, il est fréquent d'attribuer la bonne performance de l'économie japonaise aux caractéristiques de son système de *corporate governance*. Les questions relevant de ce champ de recherche peuvent être très spécialisées, par exemple, la protection des actionnaires minoritaires, la composition des conseils d'administration, ou plus larges, telles que le rôle des banques, des prises de contrôle, des structures internes formelles ou informelles ou encore de la culture d'entreprise.

L'étude des systèmes de gouvernement des entreprises relève à l'évidence de différents champs disciplinaires : gestion⁴, droit, économie des organisations et des institutions, science politique, histoire et sociologie des organisations...Chaque discipline contribue à éclairer les questions posées sous un angle particulier et notre propos n'est pas de recenser l'ensemble des apports de ces différents domaines. Il s'agit plutôt d'identifier un certain nombre de questions centrales permettant de structurer un programme de recherches et de présenter les principales problématiques qui ouvrent des voies pour y répondre, en vue d'esquisser une théorie du gouvernement des entreprises. À cette occasion, il est surprenant de constater, en particulier pour la France, le faible nombre d'études qui traitent du comportement des dirigeants et des mécanismes qui enserrent ce comportement et contribuent à l'expliquer⁵. Les rares études internationales portant sur les comportements comparés des dirigeants sont principalement descriptives et mettent en exergue quasiment comme seul facteur, la culture nationale (par exemple, Hofstede, 1993) ; une véritable théorie explicative du comportement des dirigeants, reposant sur une théorie du gouvernement des organisations, reste à construire.

³. Williamson s'inspire de Hayek (1973). Cette distinction se retrouve également chez Coleman (1991).

⁴. Le travail le plus remarquable dans ce domaine est selon nous celui de Mintzberg (1983).

⁵. On citera cependant les travaux de Bauer et Cohen (1981), Bauer (1988), de Charreaux et Pitol-Belin (1985, 1990) sur le conseil d'administration, de Pigé (1993) sur les rémunérations et le *turnover* des dirigeants et plus récemment de Pailot (1995) sur la succession managériale, Godard (1996) sur le lien entre le conseil d'administration, la stratégie et la performance et Paquerot (1996), sur les stratégies d'enracinement des dirigeants en liaison avec les prises de contrôle.

Ce but très ambitieux dépassant très largement les objectifs de cet article, nous nous bornerons à proposer quelques réflexions qui peuvent constituer des commencements de réponses aux quatre questions suivantes : (1) Que recouvrent les systèmes de gouvernement des entreprises? (2) Comment fonctionnent et évoluent ces systèmes? (3) Quelles sont les qualités d'un système efficace? (4) Existe-t-il un système plus performant?

1. Que recouvrent les systèmes de gouvernement des entreprises?

Si on reprend la définition de Bertalanfy (1968), un système est "un ensemble d'éléments interdépendants, c'est-à-dire liés entre eux par des relations telles que si l'une est modifiée, les autres le sont aussi et que, par conséquent, tout l'ensemble est transformé"⁶. Cette présentation a l'avantage d'insister sur le caractère interdépendant des différentes composantes du système⁷. Deux typologies des mécanismes composant les systèmes de gouvernement des entreprises, associées aux courants théoriques de l'agence et des coûts de transaction, existent.

1.1. Un premier critère : l'internalité ou la spécificité du mécanisme

Dans la théorie de l'agence qui assimile la firme (et l'organisation) à un noeud de contrats⁸ (Jensen et Meckling, 1976), l'analyse des systèmes de gouvernement de l'entreprise est fondée sur l'hypothèse de conflits d'intérêts entre les dirigeants et les différents *stakeholders* (les "partenaires"⁹) de la firme, notamment, les actionnaires. Le système de gouvernement recouvre l'ensemble des mécanismes ayant pour objet de discipliner les dirigeants et de réduire ces conflits considérés comme coûteux. La typologie habituellement retenue distingue les mécanismes internes et externes à la firme¹⁰. Le contenu de ces deux catégories varie selon les auteurs et s'est progressivement élargi avec l'avancement des recherches. Charreaux (1994) retient les mécanismes

⁶. La notion de système et son application aux sciences sociales est discutée notamment dans Boudon et Bourricaud (1982, p.556).

⁷. La notion de système que nous retenons ici est à prendre au sens faible, comme l'interprète par exemple Friedberg (1993, p.225). Il s'agit d'une notion vidée de son déterminisme fonctionnel, à interpréter en tant que problématique. Comme le dit Friedberg, "...il est ce que les acteurs en ont fait et en font, ...". Il serait peut-être préférable de retenir en lieu et place de la notion de système, comme le préconise Bouchikhi (1995), la notion d'espace social.

⁸. Pour une synthèse sur cette théorie Charreaux (1987) et Eisenhardt (1989).

⁹. La notion de *stakeholder* qu'on peut traduire imparfaitement par partenaire est assez imprécise. Est considéré comme *stakeholder*, tout agent (ou groupe d'agents homogène) dont le bien-être peut être affecté par les décisions de l'entreprise.

¹⁰. Voir notamment Jensen (1993). Cette classification rejoint également celle que fait Mintzberg (1983) dans un champ théorique différent et pour analyser le pouvoir dans les organisations. Celui-ci est défini comme la capacité à produire ou modifier les résultats ou les effets organisationnels. Deux groupes d'acteurs détenteurs d'influence sont distingués. Les acteurs appartenant à la coalition externe (propriétaires, associés, fournisseurs, clients, concurrents, regroupements de salariés, les différents publics, les administrateurs) et ceux constituant la coalition interne (le PDG, les opérateurs, les cadres, la technocratie, les supports logistiques, l'idéologie). À partir de cette distinction, et de

suivants au sein des deux catégories. Les mécanismes externes comprennent le marché des biens et services, le marché financier, les relations de financement avec les banques¹¹, le marché du travail (notamment celui des cadres-dirigeants), et l'environnement légal, politique et réglementaire. Les mécanismes internes regroupent le contrôle exercé par les actionnaires, la surveillance mutuelle entre dirigeants, les contrôles formels et informels mis en place par les employés subalternes et le conseil d'administration. Cette typologie qui part d'une idée simple, apparaît cependant paradoxale dans son association à la théorie de l'agence, fondée sur la conception contractuelle de la firme. Cette dernière en interdisant une définition précise des frontières de la firme, notion dont elle nie même la pertinence, ne permet pas en toute rigueur de distinguer les mécanismes internes et externes. En outre, la vision du système de gouvernement, conçu comme moyen de résolution des conflits, quoique très fructueuse, apparaît réductrice dans la mesure où par exemple, la seule fonction disciplinaire n'explique que très partiellement le rôle effectif du conseil d'administration et son influence sur les décisions des dirigeants.

La notion de mécanisme interne demande donc à être précisée. Si on se réfère au critère de l'autonomie fonctionnelle (appréciée relativement à la firme) qui semble s'imposer, "l'internalité" se définit par rapport au pouvoir hiérarchique du dirigeant qui fixe les frontières de la firme. Dans cette perspective, des mécanismes tels que le conseil d'administration ne peuvent être qualifiés d'internes. Par ailleurs, l'autonomie fonctionnelle étant difficile à apprécier dans certaines circonstances, il semble préférable de substituer la notion de spécificité à celle d'internalité. Est considéré comme spécifique, tout mécanisme propre à l'entreprise délimitant le pouvoir discrétionnaire des dirigeants, dans le sens où son action influence exclusivement les décisions des dirigeants de cette entreprise. La structure, les procédures et règles formelles de l'entreprise, notamment les règlements internes qui permettent de préciser l'étendue des pouvoirs hiérarchiques des dirigeants, et donc de les délimiter, constituent des exemples-types de tels mécanismes. De même, le conseil d'administration, ainsi que l'assemblée générale des actionnaires (*via* l'expression des votes qui reflètent la structure de détention du capital) représentent également des mécanismes spécifiques. Inversement, les mécanismes formels mis en place par les banques pour gouverner la transaction accompagnant un prêt, ne présentent pas de caractère organisationnel spécifique à l'entreprise¹². Les mécanismes spécifiques précédemment cités ont un caractère intentionnel et

l'examen des buts organisationnels, il propose une typologie comportant six configurations de pouvoirs (le système clos, l'instrument, l'autocratie, le missionnaire, la méritocratie, l'arène politique).

¹¹. Pour Yoshimori (1995 a et b) les mécanismes internes sont exercés par les "*stakeholders* immédiats" et leurs organes représentatifs et comprennent l'assemblée générale des actionnaires, le conseil d'administration, les employés et le syndicat, la banque principale et les fournisseurs/sous-traitants/distributeurs. Le contrôle externe est effectué par les marchés financiers (via le contrôle du capital), les mass médias, les associations de consommateurs, le marché des produits, les agences gouvernementales, les communautés locales...

¹². Sauf s'ils s'accompagnent d'une prise de participation ou d'un siège au conseil d'administration.

formel ; ils ont été volontairement conçus pour gouverner les dirigeants. En revanche, certains mécanismes informels remplissent spontanément cette fonction, sans résulter d'une volonté explicite. Ainsi, en est-il des réseaux de confiance (Breton et Wintrobe, 1982, Charreaux, 1990), constituant la structure informelle régissant les rapports entre le dirigeant et ses subordonnés (réseau vertical) ou entre les subordonnés (réseau horizontal), de la réputation interne du dirigeant, de la culture de l'entreprise (Kreps, 1990 ; Jones, 1983 ; Wilkins et Ouchi, 1983) ou encore de la surveillance mutuelle qui s'exerce de façon informelle entre membres de l'équipe dirigeante (Fama, 1980).

Par opposition aux mécanismes spécifiques, les mécanismes non spécifiques ont vocation à influencer les décisions des dirigeants d'une catégorie d'entreprise, voire de l'ensemble des entreprises. Au-delà des exemples déjà présentés, on peut citer le pouvoir législatif et réglementaire, le *lobbying* politique (Grundfest, 1990) ou les mécanismes issus de la concurrence sur les marchés des biens et services, financiers (*via* les prises de contrôle et la cotation), de l'intermédiation bancaire, du crédit interentreprises, du travail, mais également sur les marchés politique, du capital social et de la formation. Le caractère spontané est lié à la concurrence que se livrent les dirigeants pour acquérir des ressources, qu'elles soient physiques, humaines, financières, ou informationnelles et qui entraîne une dépendance.

1.2. Un second critère : l'intentionnalité du mécanisme

Avec une préoccupation différente, Williamson (1991 a) dans le cadre de la théorie des coûts de transaction, propose une typologie des structures de gouvernement en opposant les mécanismes spontanés liés aux marchés, aux mécanismes intentionnels (liés à un dessein humain) associés à la hiérarchie. Approfondissant cette réflexion (Williamson, 1991 b), il distingue trois structures de gouvernement (marché, hiérarchie et forme hybride) qui diffèrent selon trois catégories d'attributs : la nature des instruments (intensité incitative et contrôle administratif), la performance (adaptation autonome et adaptation par coordination), l'application ou non de la loi contractuelle.

Dans notre investigation du système de gouvernement des dirigeants, nous reprenons cette distinction fondée sur le caractère intentionnel en l'adaptant cependant. Le caractère intentionnel ne suppose pas que la soumission du dirigeant au mécanisme résulte d'un lien hiérarchique. Ainsi, le cadre juridique et réglementaire qui définit légalement l'étendue des pouvoirs des dirigeants, tout en étant intentionnel, car résultant de la volonté du législateur et des pressions des groupes politiques qui se sont préalablement exercées, ne présume pas un lien hiérarchique. Dans la transaction qui se fait entre la firme et les dirigeants, la notion de contrôle hiérarchique ne trouve à la rigueur à

s'appliquer que *via* le conseil d'administration. Le caractère intentionnel se traduit en outre par l'établissement de règles et de procédures formelles. Par exemple, la structure interne formelle constitue un mécanisme intentionnel de gouvernement. Il s'agit d'un mécanisme formel, construit tant par les dirigeants, que par les subordonnés de façon notamment à répartir les tâches et à assurer la coordination. En réglementant la coopération, il fixe les limites du pouvoir discrétionnaire des dirigeants. Ce faisant, il contribue également à déterminer le champ d'exercice des mécanismes spécifiques spontanés tels que les réseaux de confiance, qui ne peuvent s'établir que parce qu'il y a du "jeu" organisationnel (au sens de *slack*) et en s'appuyant sur les mécanismes intentionnels.

Cette dernière remarque montre aussi que les deux types de mécanismes sont indissociables. Les mécanismes spontanés jouent à l'intérieur de l'espace discrétionnaire laissé par les mécanismes intentionnels. Inversement, certains mécanismes intentionnels sont issus, après formalisation, de mécanismes spontanés. La flexibilité du système, c'est-à-dire sa capacité d'adaptation, dépend de l'articulation entre mécanismes intentionnels et spontanés.

1.3. Une typologie des mécanismes fondée sur la spécificité et l'intentionnalité

Les deux critères intentionnalité/spontanéité et spécificité/non-spécificité du mécanisme peuvent être croisés pour construire une typologie des mécanismes de gouvernement. La référence au critère de l'influence sur le pouvoir discrétionnaire des dirigeants permet d'identifier les mécanismes suivants.

Tableau 1 : Typologie des mécanismes de gouvernement des entreprises

	Mécanismes spécifiques	Mécanismes non spécifiques
Mécanismes intentionnels	<ul style="list-style-type: none"> . contrôle direct des actionnaires (assemblée) . conseil d'administration (avec ou sans séparation présidence du conseil, direction ou forme unique contre forme biconseil) . systèmes de rémunération, d'intéressement . structure formelle . auditeurs internes . comité d'entreprise . syndicat "maison" 	<ul style="list-style-type: none"> . environnement légal et réglementaire (lois sur sociétés, sur le travail, droit de la faillite, droit social...) . syndicats nationaux . auditeurs légaux . associations de consommateurs
Mécanismes spontanés	<ul style="list-style-type: none"> . réseaux de confiance informels . surveillance mutuelle des dirigeants . culture d'entreprise . réputation auprès des salariés (respect des engagements) 	<ul style="list-style-type: none"> . marchés des biens et des services . marché financier (dont prises de contrôle) . intermédiation financière . crédit interentreprises . marché du travail . marché politique . marché du capital social . environnement "sociétal" . environnement médiatique . culture des affaires . marché de la formation

1.4. Quelques remarques sur la typologie des mécanismes de gouvernement

Cet inventaire des mécanismes de gouvernement des entreprises appelle un certain nombre de remarques :

(1) Il n'est pas inutile de souligner que si cet inventaire vise à l'exhaustivité, les différents mécanismes n'agissent pas nécessairement sur l'ensemble des entreprises. Ainsi, en France, les notions mêmes de conseil d'administration et d'actionnaires ne sont pertinentes que pour les sociétés anonymes. De même, toujours pour la France, la discipline du marché financier ne s'exerce que pour les sociétés de capitaux ayant recours à ce marché. Le système de gouvernement des entreprises est contingent à la forme d'entreprise et ses caractéristiques, ainsi que ses modalités de fonctionnement, évoluent selon qu'on étudie les sociétés par actions, cotées sur le marché financier ou de simples PME dont le champ d'activité est local et qui peuvent être des sociétés de personnes. À cet égard, il n'est pas inutile de rappeler que si de nombreuses études (principalement américaines) portent sur les grandes sociétés cotées, le gouvernement des PME a été peu étudié ;

(2) La nature de certains mécanismes spontanés et non spécifiques demande à être précisée. Ces mécanismes relèvent soit d'un "marché", soit d'un "environnement". Nous utiliserons le terme de marché pour caractériser les mécanismes qui opèrent lorsqu'il y a une liaison directe avec la firme, lors d'une transaction (opérations de vente ou d'acquisition de ressources). Celui d'environnement sera préféré lorsque la liaison est indirecte, et se résume par exemple, à l'influence de normes culturelles ;

(3) Certains mécanismes spontanés et non spécifiques moins fréquemment cités que les précédents, méritent d'être explicités succinctement. La concurrence sur le marché politique, faisant intervenir des arguments économiques, induit des interventions visant à influencer les décisions des dirigeants d'entreprise ; les exemples en sont multiples qu'il s'agisse des licenciements, des localisations, voire des politiques salariales. Inversement, les dirigeants peuvent intervenir par la voie politique pour se procurer certaines ressources. Le marché du "capital social" au sens de Coleman (1988) ou pour employer un terme moins ambigu, du "capital relationnel", constitue également un mécanisme de gouvernement non spécifique spontané. Le capital relationnel se constitue à partir des relations sociales existant entre les individus ; ces relations forment un réseau qui favorise la réussite des actions entreprises. À ce titre, le capital social représente une ressource au même titre que le capital technique ou le capital humain. Coleman distingue trois catégories de relations sociales qui sont à l'origine d'autant de formes de capital social. La première catégorie est constituée des obligations nées des services rendus ; la valeur du capital social ainsi créé dépend de la fiabilité (au sens de la confiance qu'on peut avoir) de l'environnement social et de l'importance des créances que détient un individu. Il s'agit d'une forme de capital assimilable aux réseaux de confiance identifiés par Breton et Wintrobe, mais qui s'étend au delà des frontières de l'entreprise. La seconde forme de capital social est attachée à l'information qui peut s'acquérir par l'intermédiaire des réseaux relationnels. Enfin, la troisième forme est associée aux normes sociales qui encadrent les actions, par exemple, les normes éthiques adoptées par certains milieux d'affaires. La concurrence entre dirigeants sur le marché du capital social, et les normes qui y prévalent, sont des éléments du système de gouvernement des entreprises dont l'importance semble négligée.

Le marché de la formation des dirigeants (il s'agit le plus fréquemment d'un "environnement"), issu de la confrontation des offres des différents réseaux de formation, joue également un rôle déterminant dans la mesure où il façonne les valeurs et contribue à la constitution du capital humain et du capital social des dirigeants. Il est fréquent d'attribuer la défaillance de certains systèmes économiques à celles du système de formation, ou aux idées qu'il véhicule¹³. Ces

¹³. Certains auteurs attribuent à l'heure actuelle la performance prétendument médiocre de l'économie américaine à la formation dispensée en MBA. De même, il est fréquent d'imputer en partie la responsabilité des problèmes économiques rencontrés par l'économie française, aux défaillances présumées de son système de formation.

dernières sont souvent issues des paradigmes sous-jacents aux recherches pratiquées. Il est vraisemblable que l'importance attribuée au critère de maximisation de la richesse des actionnaires dans la recherche financière et sa prééminence dans l'enseignement de gestion anglo-saxon, ont conforté ce critère comme valeur fondamentale des choix des dirigeants des sociétés de cette sphère économique.

L'environnement médiatique constitue également un mécanisme de gouvernement spontané, tant par les informations qu'il diffuse, que par les jugements de valeur émanant des journalistes dont l'influence peut être très importante. Un exemple de cette influence est donné régulièrement par les attaques régulières de la presse, mettant en cause le niveau des rémunérations des dirigeants, notamment aux États Unis, et révélant les pratiques de corruption.

On pourrait ajouter également à ces deux mécanismes externes, la discipline exercée par certaines associations à vocation humanitaire, morale ou écologique, relevant du marché "sociétal", dont les pressions vont d'ailleurs au delà de la seule diffusion des idées, dans la mesure où elles peuvent conduire par exemple, à interdire à des fonds d'investissement de placer leurs capitaux dans certaines entreprises ou à solliciter et obtenir des sièges au conseil d'administration de façon à orienter la politique des dirigeants, pratiques relativement fréquentes aux États-Unis.

(4) Certains mécanismes fréquemment invoqués dans la littérature comme par exemple le contrôle par les banques (en particulier, par la banque principale), participent souvent de plusieurs mécanismes distincts et demandent à être décomposés. Le cas de la banque, simple prêteuse, dont le contrôle se résume à surveiller la bonne exécution du contrat de prêt (relation d'intermédiation traditionnelle), doit être distingué de celui où la banque est un des actionnaires principaux et exerce un contrôle plus strict, pouvant aller, en particulier, si elle est représentée au conseil d'administration, jusqu'à une implication directe dans l'administration ("*hands on*"). Dans le premier cas, comme le précise d'ailleurs Williamson (1985, 1988), le type de gouvernement associé au financement par dette se distingue de celui qui accompagne le financement par capitaux propres ;

(5) De même que la présence ou le rôle de ces différents mécanismes sont contingentes à la nature juridique ou à la taille de l'entreprise, la forme du système varie également significativement en fonction de la nationalité. La plupart des études portent sur les États-Unis, le Royaume-Uni, le Japon et l'Allemagne et aboutissent le plus souvent à une typologie simpliste, tant en termes de mécanismes retenus que de nations considérées, opposant les pays anglo-saxons où la discipline s'exercerait principalement par les marchés, notamment le marché financier et les prises de contrôle,

à un groupe constitué de l'Allemagne et du Japon, où le contrôle relèverait principalement des banques ;

(6) L'action des mécanismes internes intentionnels peut s'appuyer sur l'information diffusée par les mécanismes externes spontanés. Ainsi, le jugement porté par les administrateurs, sur les dirigeants repose en partie sur la performance relative accomplie par les entreprises concurrentes. De même, les propositions émanant du marché des dirigeants ont une influence sur le fonctionnement des mécanismes internes, dans la mesure où ils influent sur le système de rémunération et le risque associé à une éviction. Les mécanismes de gouvernement sont souvent interdépendants.

2 - Comment fonctionnent et évoluent les systèmes de gouvernement?

L'identification des différents mécanismes ne permet pas de rendre compte du fonctionnement et de l'évolution du système de gouvernement, qui résultent de l'articulation des différents mécanismes, et de l'action des dirigeants qui vise à résister aux contraintes exercées. La typologie précédente si elle n'instruit pas sur le fonctionnement du système, laisse cependant préjuger de la représentation qui en est faite. Dans cette dernière, le ou les dirigeants prennent leurs décisions, (par exemple, les décisions stratégiques), dans un cadre plus ou moins contraignant, selon la nature intentionnelle ou formelle des mécanismes et le caractère concurrentiel des marchés externes. Cependant, la vision systémique retenue ne doit pas laisser croire que le système est finalisé et qu'il est issu d'un dessein intentionnel. La complexité du système et son caractère partiellement spontané, rendent illusoire, toute velléité totale de contrôle. Il s'agit d'appréhender le jeu des différents mécanismes, leur articulation¹⁴ (complémentarité, substituabilité) et d'évaluer leurs effets, notamment afin de mieux comprendre les différents systèmes nationaux. Il est certainement vain de vouloir transposer certains mécanismes formels empruntés à d'autres systèmes, si on ignore les interactions entre les différents mécanismes. Ainsi, le renforcement du pouvoir du conseil d'administration ne se justifie que si par ailleurs, certains mécanismes n'assurent pas les mêmes fonctions.

Nous nous intéressons ici au fonctionnement du système, autrement dit, aux modalités par lesquelles les différents mécanismes exercent une influence sur les pouvoirs et les décisions des dirigeants, en particulier sur l'élaboration des décisions stratégiques. La question de la performance du système ne sera abordée qu'ultérieurement.

¹⁴. Cette articulation est particulièrement bien mise en évidence chez Aoki (1995) pour la firme japonaise. Elle est également relevée chez Williamson (1991 c), Milgrom et Roberts (1992), Berglöf et Perotti (1994). Une analyse normative de ces dépendances entre mécanismes et de leurs conséquences en matière de *design* organisationnel est proposée par Holmstrom et Milgrom (1991).

2.1. Les modalités d'action des différents mécanismes

L'analyse du fonctionnement des différents systèmes de gouvernement passe par la façon dont ils influent sur les processus décisionnels des dirigeants. Deux dimensions nous paraissent importantes : (1) une première dimension, fonction de l'étape du processus décisionnel ; (2) une seconde dimension fondée sur la façon dont agit le mécanisme et qui détermine son pouvoir disciplinaire.

2.1.1. Mécanismes de gouvernement et étapes du processus décisionnel

Fama et Jensen (1983) distinguent quatre étapes dans le processus de décision des organisations : l'initiative (c'est-à-dire, l'émission de propositions portant sur l'utilisation des ressources), la ratification (le choix des propositions à mettre en oeuvre), la mise en oeuvre (l'exécution des décisions ratifiées) et la surveillance (mesure de performance des agents et décisions de récompense et de sanctions). La fonction décisionnelle résulte de la réunion des fonctions d'initiative et de mise en oeuvre, la fonction de contrôle, de celle des fonctions de ratification et de surveillance. La décomposition de l'étape d'initiative en deux sous-étapes — l'élaboration des projets et la définition de l'ensemble des choix réalisables — permettrait d'affiner l'analyse. Les différents mécanismes interviennent lors de ces différentes étapes qui ne sont pas nécessairement indépendantes et successives en raison des phénomènes de *feed back* qui peuvent survenir.

Lors de l'étape d'élaboration des projets, les mécanismes influent à des degrés divers sur les capacités cognitives des dirigeants. Le dirigeant construit ses projets en fonction de ses processus mentaux qui sont conditionnés par sa formation initiale, son expérience, ses réseaux relationnels internes et externes, mais également par l'état des marchés et par l'information qui lui est transmise, notamment l'information spécifique¹⁵. Les mécanismes spécifiques tels que le conseil d'administration et les réseaux de confiance jouent un rôle important. Cette étape est paradoxalement peu étudiée, en particulier dans la littérature financière où le plus souvent, les projets sont considérés exogènes et préexistants. L'étude des modes d'identification et de construction des projets par les dirigeants représente une voie de recherche importante, qui peut permettre par exemple, de comprendre la formation de l'horizon d'investissement.

¹⁵. Le choix des projets dépend par ailleurs de la stratégie personnelle du dirigeant et notamment de son éventuelle préoccupation d'enracinement.

La seconde étape¹⁶ consistant à définir l'ensemble des choix réalisables, permet une confrontation des projets initiaux avec les contraintes de ressources pour en définir la faisabilité. Les différents systèmes interviennent également lors de cette étape, car ils restreignent le champ décisionnel. Ces restrictions sont souvent associées à des mécanismes non spécifiques dans la mesure où les contraintes légales ou les contraintes de marché (réelles ou perçues), notamment financières, tendent à réduire significativement l'ensemble des projets réalisables. Elles peuvent également résulter de mécanismes spécifiques, par exemple de la culture d'entreprise. Un projet trop étranger à la culture d'entreprise sera vraisemblablement écarté, même s'il est réalisable.

La troisième étape de ratification conduit au choix final des projets. Ce choix est fonction des objectifs des dirigeants sur lesquels nous reviendrons, mais également de ceux des différentes parties prenantes. Le critère de la richesse des actionnaires intervient, mais d'autres critères peuvent être imposés sous l'action de mécanismes de gouvernement spécifiques, notamment ceux qui sont contrôlés par les salariés, les cadres, ou encore par des groupes de pression externes. On retrouve la perspective de la firme en tant que coalition d'intérêts, introduite par Cyert et March (1963).

L'influence respective des différents mécanismes lors de ces trois premières étapes dépend du type d'entreprise ou de système. Certains systèmes de gouvernement apparemment dominés par les marchés, sont souvent accusés d'inciter les dirigeants à investir à court terme. À supposer que ce biais soit réel, la causalité serait vraisemblablement à rechercher dans l'influence exercée par les différents mécanismes lors des étapes d'initiative et de ratification.

Si on poursuit l'analyse du processus décisionnel décrit par Fama et Jensen, les étapes de mise en oeuvre et de surveillance des projets doivent également faire l'objet d'investigations. Une analyse détaillée du jeu des différents mécanismes de gouvernement montrerait qu'ils jouent également lors de ces phases. Ainsi, comme le révèle l'exemple d'Eurotunnel, le marché financier, *via* la cotation du titre, de même que les révisions fréquentes du plan de financement consenties par les banques, représentent des mécanismes qui sont intervenus lors des phases de mise en oeuvre et de surveillance.

2.1.2. Modes d'action et pouvoir contraignant des mécanismes de gouvernement

Le premier critère lié au processus décisionnel s'accompagne d'un second critère associé au fondement du mécanisme qui s'appuie sur cinq types de relations : (1) la force légale ; (2) la relation contractuelle explicite ; (3) la relation contractuelle implicite ; (4) la relation d'influence directe et (5)

¹⁶. Précisons que cette séparation en deux étapes qui se justifie à des fins analytiques, peut être artificielle, car les dirigeants tiennent vraisemblablement compte des contraintes de réalisation lorsqu'ils élaborent les projets.

la relation d'influence indirecte. Nous les examinons par ordre de pouvoir contraignant supposé décroissant

La force légale est la base du pouvoir des mécanismes non spécifiques, intentionnels, légaux et réglementaires ainsi que des mécanismes intentionnels spécifiques tels que l'assemblée des actionnaires et le conseil d'administration. Ces derniers mécanismes sont censés permettre le remplacement des dirigeants et le blocage des opérations les plus importantes comme par exemple, les augmentations de capital. En principe, ils ne peuvent être neutralisés sans encourir de sanctions pénales. La relation contractuelle explicite se traduit par un contrat écrit qui définit les modalités de coopération entre les parties, la répartition des gains issus de la coopération et le respect des engagements contractés (Brousseau, 1993). Appliqué à la coopération entre la firme et les dirigeants, ce contrat permet normalement de définir les modalités de rémunération et de sortie (par exemple, les "parachutes dorés") des dirigeants. Ces dernières sont normalement du ressort du conseil d'administration. Les relations avec les marchés externes sont également souvent régies par ces contrats explicites dont l'exécution est soumise en cas de conflit, à l'arbitrage des tribunaux.

Par définition, la relation contractuelle implicite ne repose pas sur un écrit. Elle est le support privilégié des mécanismes spécifiques spontanés, notamment des réseaux de confiance qui se construisent entre les salariés et les dirigeants. Son efficacité repose principalement sur les mécanismes de confiance et de réputation et sur la culture d'entreprise. Ce type de relation joue également pour de nombreux mécanismes spontanés non spécifiques, tels que le marché du capital social ou le marché politique.

Enfin, les modes d'action, *a priori* les moins contraignants, reposent sur les relations d'influence directe et indirecte. Une relation d'influence directe passe par un accès direct des *stakeholders* aux dirigeants ce qui leur donne la possibilité d'influencer les décisions. Des mécanismes, tels que les administrateurs, les actionnaires dominants, les principaux cadres, ainsi que certains *stakeholders* externes qui jouent un rôle déterminant dans la fourniture de ressources indispensables à l'entreprise, privilégient cette voie. Les relations d'influence directe peuvent prendre des formes diverses, une action sur l'information transmise aux dirigeants et des interventions visant à infléchir les décisions prises en faveur des intérêts des intervenants ou de personnes qui leur sont liées. Les relations d'influence indirecte émanent de mécanismes externes spontanés tels que les marchés du capital social, de la formation ou des médias. L'influence se fait alors par la diffusion des idées, des valeurs et des normes.

2.2. Le caractère contraignant du système de gouvernement

La hiérarchie présumée des différents modes d'action fondée sur le caractère contraignant, laisse supposer qu'on peut évaluer facilement la latitude décisionnelle des dirigeants, au sein d'un système du gouvernement. Une telle caractérisation cependant est d'une fiabilité limitée, car la hiérarchie retenue, fondée sur des *a priori* théoriques tenant à la nature du mécanisme, est contestable ; elle ignore notamment trois aspects : (1) l'importance de la ressource pour l'entreprise (à l'instar de la problématique de la théorie de la dépendance envers les ressources) ; (2) la possibilité qu'ont les dirigeants de se soustraire à l'influence du mécanisme par un comportement actif ; et (3) l'interdépendance des mécanismes.

2.2.1. Dépendance envers les ressources et mécanismes de gouvernement

L'intensité de la dépendance envers une ressource conditionne l'influence du mécanisme de gouvernement. Un dirigeant qui entreprend un projet d'investissement dont le financement se fait par la voie bancaire est soumis au contrôle de la banque. Ce dernier tout en étant de nature contractuelle, peut se révéler beaucoup plus contraignant que celui exercé par le conseil d'administration ou l'assemblée des actionnaires, si par exemple, l'entreprise a une structure d'actionnariat diffuse. Des mécanismes reposant sur des relations d'influence directe — notamment quand elles sont de nature politique et permettent d'obtenir certaines autorisations indispensables pour mettre en oeuvre des projets ou bénéficier d'aides et de subventions — sont parfois beaucoup plus efficaces que les contraintes légales portant sur la présentations des comptes, qui en cas d'infraction n'entraînent que des sanctions mineures.

2.2.2. Comportement actif des dirigeants et neutralisation des mécanismes de gouvernement

L'analyse de la dépendance envers les ressources nous entraîne directement vers celle du comportement actif des dirigeants qui vise à neutraliser cette dépendance. La théorie de la dépendance envers les ressources permet ainsi de justifier les liens établis grâce aux administrateurs entre les entreprises ou entre les entreprises et les banques (Burt, 1983). Le comportement de neutralisation renvoie également à la théorie de l'enracinement des dirigeants proposée par Shleifer et Vishny (1989), selon laquelle les dirigeants cherchent à s'enraciner et à se soustraire au jeu des différents mécanismes. Le moyen privilégié d'enracinement consiste à entreprendre des investissements dont le caractère spécifique et la valeur dépendent du maintien des dirigeants à la tête de l'entreprise, leur remplacement entraînant une perte de valeur substantielle pour les actionnaires. Stiglitz et Edlin (1992) suggèrent un autre levier d'enracinement ; les dirigeants auraient intérêt à accroître l'incertitude sur les caractéristiques des investissements (notamment sur la profitabilité), de manière à décourager les rivaux potentiels qui pourraient être recrutés par les actionnaires. L'incertitude conduit à sous-estimer l'intérêt du remplacement des dirigeants actuels.

L'enracinement peut également emprunter d'autres voies que la stratégie d'investissement. Il passe notamment par la neutralisation des mécanismes de gouvernement. Cette dernière peut se traduire par une manipulation des comptes afin de tourner les obligations d'information légale, par une composition (prédominance des administrateurs internes ou contrôle du choix des administrateurs externes) ou d'un mode de fonctionnement du conseil d'administration (choix de l'ordre du jour, des informations diffusées...) tels que cet organe ne soit pas en mesure d'assurer un véritable contrôle du dirigeant. Elle peut passer également, en matière financière, par la constitution d'une réserve de flexibilité permettant de se soustraire à la discipline exercée par les apporteurs de capitaux — par exemple, celle associée à l'endettement à cause de l'obligation de remboursement (Jensen, 1986). Cette politique de neutralisation des mécanismes de gouvernement est complexe à mettre en oeuvre, en raison de l'imbrication des différents mécanismes et fait intervenir de nombreux arbitrages. Ainsi, le recours à l'endettement s'il permet d'échapper au contrôle des actionnaires, entraîne simultanément un renforcement de celui des créanciers ; il peut être plus facile à un dirigeant de neutraliser son conseil d'administration que de se soustraire aux pressions exercées par les créanciers. En élargissant l'actionnariat, une politique de financement par fonds propres peut modifier la répartition de capital de façon à accroître la latitude des dirigeants. Une politique de communication active peut conduire à assouplir le contrôle exercé par les médias et le marché financier.

Cette problématique soulève les questions de l'identification des objectifs poursuivis par les dirigeants et de la modélisation de leur comportement. Une façon traditionnelle et peu contraignante (encore qu'elle implique une hypothèse forte de rationalité substantive...) de les aborder est de postuler que le dirigeant gère les mécanismes de gouvernement de façon à maximiser son espérance d'utilité sur la durée de sa carrière (voire éventuellement au delà, les retraites des dirigeants étant souvent actives...). Cette formulation laisse ouvertes cependant d'autres questions : (1) Quels sont les arguments de la fonction d'utilité des dirigeants? Les seuls arguments pécuniaires et matériels sont complexes, car les dirigeants doivent arbitrer entre les différents revenus (salaires, bonus, stock-options, revenus des actions,...) obtenus au cours de leur carrière, laquelle est fondamentalement incertaine, notamment quant aux entreprises qu'ils peuvent diriger. Des arguments non pécuniaires sont également sources d'utilité, tels que par exemple, le plaisir associé à l'exercice du pouvoir, la notoriété acquise, etc. Les arguments de la fonction ne sont pas nécessairement indépendants, un accroissement du pouvoir, c'est-à-dire de l'espace discrétionnaire peut s'accompagner d'une augmentation de l'utilité provenant des éléments matériels et non matériels ; (2) Quelle est la nature des contraintes et comment jouent-elles? Le seul inventaire des différents mécanismes de gouvernement montre la complexité des systèmes. En outre, ces mécanismes et leur pouvoir contraignant évoluent dans le temps ; (3) L'enracinement maximum au

sein d'une entreprise est-il optimal? Cette question entraîne une autre interrogation — quel est le coût de l'enracinement pour le dirigeant? Ce coût comporte une composante directe, explicite, liée notamment aux efforts (et éventuellement aux ressources utilisées) déployés pour s'enraciner, mais également une composante implicite, associée à l'utilité qu'ils pourraient obtenir en dirigeant une autre firme. Ces coûts d'opportunité dépendent eux-mêmes de la politique d'enracinement pratiquée, qui est observable au moins partiellement par les *stakeholders* externes. L'intérêt et la fréquence des propositions de recrutement provenant d'entreprises concurrentes, varient vraisemblablement de façon inverse à l'intensité des efforts d'enracinement. Plus un dirigeant est enraciné, plus il est coûteux de l'inciter à quitter volontairement son entreprise ; par ailleurs, ce comportement s'il est trop manifeste, dissuade les sollicitations extérieures. La formalisation rigoureuse du comportement d'enracinement apparaît particulièrement complexe.

À défaut d'une modélisation formelle, il est important de mieux appréhender les déterminants des carrières des dirigeants, notamment de leur mobilité. La plupart des études ne se préoccupent que du lien entre performance et *turnover* des dirigeants, sans chercher véritablement à comprendre les motivations de ces changements. L'explication traditionnelle est d'associer le départ d'un dirigeant à une performance défailante (pour une synthèse, voir Furtado et Karan, 1990 ; Pigé, 1993) ; les tests confirment généralement cette liaison mais avec un pouvoir explicatif très faible. L'explication du *turnover* est vraisemblablement beaucoup plus subtile et les liens de causalité traditionnellement invoqués sont certainement très réducteurs ; on peut supposer notamment qu'une bonne performance signale le dirigeant au marché et qu'il reçoit en conséquence des propositions de recrutement¹⁷. Le *turnover* des dirigeants apparaîtrait ainsi corrélé positivement à la performance passée (en contradiction avec l'hypothèse disciplinaire traditionnelle) et négativement, à l'enracinement. Le réseau relationnel du dirigeant constitue également un facteur explicatif de *turnover* ; un réseau dense et étendu facilite la mobilité en diminuant les coûts de sortie.

2.2.3. L'interdépendance des mécanismes

Sauf exception, l'analyse courante des mécanismes de gouvernement se limite à supposer un pouvoir disciplinaire au mécanisme sans s'interroger sur le processus par lequel s'exerce la discipline, ni éventuellement sur l'insertion du mécanisme dans le système de gouvernement. La plupart des recherches se bornent à étudier l'incidence du mécanisme sur la richesse des actionnaires. On dispose ainsi de multiples études empiriques¹⁸, principalement américaines, aux résultats souvent contradictoires, traitant de l'incidence des prises de contrôle, de la composition du

¹⁷. Le schéma est similaire à celui qu'on observe pour les sportifs de haut niveau, voire sur le marché des enseignants (par exemple, aux États-Unis).

conseil d'administration, du système de rémunération et du remplacement des dirigeants, de la structure de l'actionnariat (présence d'un actionnaire dominant, d'un investisseur institutionnel, pourcentage de capital détenu par le dirigeant...), de la relation avec les banques, du *rating*...

Ces études sont critiquables à plusieurs égards. Premièrement et nous y reviendrons ultérieurement, il n'est pas sûr que le critère de la richesse des actionnaires soit le plus ou le seul pertinent, pour évaluer l'efficacité des mécanismes de gouvernement. Deuxièmement, les éventuels effets de substituabilité ou de complémentarité entre mécanismes sont rarement évoqués. Quelques études empiriques (Charreaux, 1991 et Rediker et Seth, 1995) révèlent des phénomènes de substitution entre mécanismes. Enfin, et troisièmement, même si l'interdépendance des mécanismes est supposée, le processus par lequel la discipline du système s'exerce, n'a pas été étudié de façon précise. Le conseil d'administration qui fait souvent l'objet de présentations caricaturales et dont le rôle effectif apparaît controversé, représente cependant une exception. Dans le cas français, son rôle est souvent présenté comme symbolique ; le conseil ne serait qu'une simple chambre d'enregistrement. Certaines études, notamment celle de Charreaux et Pitol-Belin (1990), montrent que son rôle et sa composition évoluent très sensiblement selon le type d'entreprise¹⁹ et la structure du système de gouvernement, dont il n'est qu'un élément, comme le souligne Charreaux (1994). Les comparaisons internationales (voir notamment Demb et Neubauer, 1992) révèlent de même, de fortes différences de rôle et de composition, qui confirment que cet organe ne peut être étudié séparément du reste du système de gouvernement. Une meilleure compréhension de ce mécanisme nécessite des études plus approfondies de son fonctionnement, notamment en période de crise ou de décision stratégique. En particulier, le comportement des dirigeants au sein des conseils mérite des investigations supplémentaires.

Ces différentes critiques ouvrent de nombreuses voies de recherche sur le fonctionnement des mécanismes. Que sait-on par exemple, de l'incidence précise des prises de contrôle sur le gouvernement des dirigeants? Dans quelle mesure se traduisent-elles par des évictions, des modifications des politiques d'investissement? Dans la perspective de la théorie de l'agence, ces opérations sont le plus souvent présentées comme un moyen de remédier aux insuffisances des équipes dirigeantes. Or, cette interprétation est contestable, car, pour les dirigeants des sociétés acquéreuses, elles représentent également des outils de neutralisation de leur propre système de gouvernement. Ainsi, certains auteurs (Shleifer et Vishny, 1988, 1991, Paquerot, 1996) prétendent que les prises de contrôle constituent, pour les dirigeants des firmes acquéreuses, un levier

¹⁸. On trouvera des synthèses de cette littérature notamment dans Charreaux et Pitol-Belin (1990) et Charreaux (1994, 1995).

d'enracinement ou encore un moyen de s'approprier des rentes (Castanias et Helfat, 1992). Si ces hypothèses sont fondées, elles ne lient pas nécessairement — contrairement à l'hypothèse traditionnelle retenue par la théorie de l'agence — le remplacement des dirigeants de la société-cible à l'insuffisance de la performance. Certains mécanismes n'ont fait l'objet à notre connaissance d'aucune étude approfondie. Que sait-on de l'incidence des structures internes, formelles ou informelles, ou des réseaux de capital social sur l'étendue du pouvoir discrétionnaire des dirigeants?

Les études de mécanismes particuliers ne sauraient se substituer, en raison des critiques présentées, à des investigations plus générales et plus ambitieuses sur les systèmes de gouvernement, considérant les incidences réciproques des différents mécanismes. Des effets de substituabilité ont déjà été identifiés, mais des effets de complémentarité sont probables. Deux mécanismes apparaissent complémentaires (au sens défini par Milgrom et Roberts, 1992), lorsque le renforcement de la contrainte exercée par un des mécanismes entraîne un accroissement de celle associée à un autre mécanisme. Certaines études empiriques montrent ainsi que la présence d'administrateurs externes au conseil d'administration renforce la probabilité de réussite d'une prise de contrôle hostile, auquel cas, le conseil d'administration et les prises de contrôle représentent des mécanismes complémentaires. À un niveau d'analyse supérieur, le système économique japonais est souvent caractérisé (Aoki, 1995 ; Milgrom et Roberts, 1992 ; Williamson, 1991c) par la forte complémentarité de ses différentes composantes. Parmi les voies de recherche possibles s'inscrit ainsi le problème de l'articulation entre les différentes catégories de mécanismes, spécifiques contre non-spécifiques, spontanés contre intentionnels ou encore formels contre informels.

2.3. Comment évoluent les systèmes?

Une véritable compréhension du fonctionnement du système ne peut s'acquérir par la seule analyse statique ; elle passe par une étude dynamique, rendant compte des modalités d'évolution des systèmes et de leurs déterminants. Les études historiques, notamment dans la perspective initiée par North (1990), sont indispensables pour appréhender cette évolution, en identifier les facteurs déterminants, et tenter de construire une théorie du gouvernement de l'entreprise et d'en vérifier la pertinence.

3 - Quelles sont les qualités d'un système efficace?

¹⁹. Godard (1996) met en évidence que les relations entre le conseil d'administration, la stratégie et la performance financière dépendent de la stratégie d'enracinement du dirigeant, du contrôle des actionnaires et de la nature de l'environnement.

L'étude des mécanismes, de leur mode d'action, de leur articulation et de leur évolution, si elle est indispensable, ne peut suffire à proposer une véritable théorie des systèmes de gouvernement. Il est nécessaire de disposer d'une grille de lecture permettant d'analyser le fonctionnement et l'évolution de ces systèmes. La construction de cette grille est un élément de réponse à la troisième question — quelles sont les qualités d'un système de gouvernement efficace? — qui entraîne implicitement une autre interrogation, dans quelle mesure peut-on dire qu'un système est défaillant ou en crise? Nous sommes ainsi déplacés de la simple optique descriptive retenue jusqu'à présent vers des considérations normatives pouvant contribuer à fonder une théorie explicative du gouvernement des entreprises.

Fonder une théorie du gouvernement sur le principe d'efficacité (au sens de l'économie du bien-être), en privilégiant l'approche économique, n'est pas neutre et peut être contesté. De façon alternative, on pourrait bâtir une telle théorie en supposant par exemple, que l'ensemble du système a pour objet d'asseoir la domination de la classe des dirigeants ou de toute autre catégorie de *stakeholders*. Le rejet de l'efficacité comme principe explicatif impose cependant des difficultés méthodologiques redoutables et il est souhaitable selon nous, dans un souci de productivité heuristique, de le sauvegarder, même sous une forme atténuée.

Nous allons tout d'abord revenir sur les notions d'efficacité et de création de valeur auxquelles il est souvent fait référence dans ce champ de littérature, avant de présenter un cadre théorique dû à Hill et Jones (1992), qui constitue une tentative séduisante de théorie de la firme, permettant d'étudier les systèmes de gouvernement, en en retenant les dimensions les plus fondamentales. Puis, nous tenterons de préciser la notion de défaillance. Enfin, nous concluons cette section par quelques réflexions sur le *design* des systèmes de gouvernement.

3.1. Système de gouvernement, efficacité et création de valeur

Selon la définition de l'efficacité organisationnelle proposée par Milgrom et Roberts (1992) et en la transposant aux systèmes de gouvernement des dirigeants (qu'on peut assimiler à une organisation particulière, comme on peut le faire pour un système économique quelconque), "*un système de gouvernement est efficace si aucun autre système ne permet d'obtenir des résultats qui soient unanimement préférés par l'ensemble des agents impliqués (stakeholders) dans le fonctionnement de ce système ou qui en subissent les conséquences*". L'efficacité constitue ainsi, un principe explicatif des systèmes de gouvernement, tant dans leur composition actuelle, que dans leur évolution, car les systèmes efficaces sont supposés, dans une perspective évolutionniste, avoir une capacité de survie supérieure. Cette dernière se justifie car *a priori* toute modification allant à l'encontre des intérêts d'au moins un agent (ou d'une classe d'agents) est combattue par ce dernier

(qui cherche à préserver la situation antérieure), ce qui entraîne une stabilité et une capacité de survie supérieures du système.

Comme le soulignent également Milgrom et Roberts, le pouvoir prédictif de cette problématique résulte de la possibilité effective qu'ont les différents agents de mettre en oeuvre et de faire exécuter les accords passés ; la capacité prédictive du principe est donc d'autant plus faible que les phénomènes de pouvoir sont présents. En postulant que le système de gouvernement ait pour objectif de minimiser les coûts de transaction (assimilés aux coûts de fonctionnement du système étudié), et en supposant que le théorème de Coase²⁰ s'applique, c'est-à-dire qu'il y ait séparabilité des phénomènes de création et de répartition de la richesse, alors, la notion d'efficacité s'identifie à celle de maximisation de la richesse créée (tant pour la firme, que pour le système économique dans son ensemble). Dans ce cadre, la richesse créée représente la somme agrégée des richesses de l'ensemble des *stakeholders* concernés par les décisions de la firme. Cependant, d'une part, l'efficacité ainsi définie est contrainte en raison des coûts de transaction liés à la rationalité limitée, à l'asymétrie de l'information entre agents et au risque moral dû l'inobservabilité des actions. D'autre part, les imperfections des droits de propriété réels (en termes de définition, de caractère transférable et exécutable), ainsi que les activités de recherche de rentes (*rent seeking*) déployées par les différents agents, tendent à invalider ce principe.

Appréhender l'efficacité à partir de la création de valeur globale repose donc sur des conditions restrictives, censées être satisfaites approximativement. À supposer qu'elles le soient, l'impossibilité à mesurer la valeur de l'ensemble des créances et des dettes implicites de la firme disqualifie cependant ce critère dans une perspective opérationnelle.

L'assimilation de la notion d'efficacité à celle de création de valeur pour les actionnaires suppose des conditions encore plus strictes, notamment qu'ils soient effectivement les propriétaires exclusifs de la firme, en définissant la propriété de la firme (définition inspirée notamment de Grossman et Hart, 1986 et Hansmann, 1988) comme la détention simultanée des droits de contrôle résiduel (possession des droits de décision résiduels, c'est-à-dire ceux qui n'ont pas été définis par des contrats explicites ou par la loi) et des droits à l'appropriation des gains résiduels. Sous cette hypothèse, les actionnaires supportent l'intégralité des conséquences des décisions prises et il est équivalent de maximiser la valeur totale de la firme ou la valeur pour les actionnaires, seuls "créanciers résiduels". Avec cette définition, l'identification des propriétaires de la firme devient complexe ; par exemple, les actionnaires, notamment ceux des grandes sociétés cotées de type

²⁰. En schématisant, comme le font Milgrom et Roberts (1992), le théorème de Coase énonce que si les parties parviennent à un accord efficace et s'il n'y a pas d'effets de richesse, alors les activités créatrices de richesse ne

managérial, qui ne sont ni les décideurs résiduels, ni les seuls créanciers résiduels, ne peuvent être considérés comme les détenteurs exclusifs des droits de propriété.

La mesure de la création de valeur à partir de la seule richesse des actionnaires, qui sous-tend la plupart des études financières empiriques, qui visent à tester l'incidence des différents mécanismes de gouvernement (par exemple, le conseil d'administration), ne se révèle donc valide que sous des hypothèses très restrictives, qui sont infirmées. La légitimité théorique de la mesure de la création de valeur à partir des cours boursiers, ainsi contestée, ne peut finalement se justifier qu'à partir de simplifications ou de considérations idéologiques et pragmatiques, telles que la relative facilité d'accès aux données financières. Précisons cependant, que si on rejette ce critère pour appréhender l'efficacité, aucune autre mesure simple et précise ne peut être proposée, la mesure de la valeur créée pour l'ensemble des *stakeholders* posant des problèmes redoutables.

Si on renonce à mesurer la création de la valeur, une approche qualitative, permettant d'identifier les caractéristiques d'un système, censées favoriser la création de valeur, peut constituer une voie alternative. Les qualités du système sont selon cette logique à appréhender par rapport au processus de création de valeur et non relativement à son résultat. On juge alors le système sur sa capacité (analysée au travers du processus de création de valeur) à produire un résultat. Cette voie, apparemment plus complexe, implique la construction d'une théorie du *design* des systèmes de gouvernement.

3.2. Un cadre d'analyse intégrateur : la théorie de l'agence généralisée de Hill et Jones

Même si la question du système du gouvernement de l'entreprise dépasse le seul cas d'une firme en tant qu'entité organisationnelle isolée, notamment dans ses conséquences macro-économiques, il est difficile de répondre à la question de l'efficacité d'un système de gouvernement sans se rattacher à une théorie de la firme. Il n'est pas dans notre propos de passer en revue les théories concurrentes, qu'elles se rattachent aux courants économique ou organisationnel²¹, la plupart d'entre elles permettant d'appréhender la question du système de gouvernement des entreprises sous un angle particulier. Ainsi, pour la théorie de l'agence, les différents mécanismes ont principalement un rôle disciplinaire, dont l'objectif est de minimiser les coûts d'agence qui résultent des conflits entre les différents *stakeholders*, notamment entre les actionnaires et les dirigeants. Le système qui permet d'assurer la convergence des intérêts, en résolvant les conflits au

dépendent ni des pouvoirs de négociation, ni des niveaux de richesse initiale ; l'efficacité est alors indépendante de la répartition.

²¹. On trouvera une synthèse présentant les principales caractéristiques des différentes théories de la firme dans Seth et Thomas (1994).

moindre coût, est le plus efficace et en supposant que la sélection naturelle joue, confère une meilleure capacité de survie. La perspective retenue par la théorie des coûts de transaction est analogue, le système le plus efficace est censé minimiser les coûts de transaction, dont les coûts d'agence constituent des éléments particuliers.

D'autres théories, si elles n'attribuent pas explicitement une fonction aux mécanismes de gouvernement, en proposent cependant des explications partielles. Par exemple, pour la théorie de la dépendance envers les ressources, au coeur des approches stratégiques, le conseil d'administration n'est pas un mécanisme disciplinaire, mais un moyen d'accéder à certaines ressources. De même, dans la théorie de l'enracinement, le conseil d'administration ou les prises de contrôle se justifient, non comme des mécanismes de contrôle, mais comme des leviers d'enracinement à disposition des dirigeants des sociétés acquiritrices. Cette dernière théorie qui porte l'attention sur les moyens dont disposent les dirigeants pour neutraliser les mécanismes de gouvernement, remet en cause l'interprétation disciplinaire traditionnelle.

3.2.1. Les principales composantes de la théorie

La théorie de la firme de Hill et Jones est une *théorie de l'agence généralisée*, qui constitue une tentative séduisante d'élargissement du cadre traditionnel, notamment afin d'y inclure les phénomènes de pouvoir²², qui sont au centre des théories organisationnelles telles que celle de la dépendance envers les ressources. L'élargissement porte sur les aspects suivants :

(1) *Tous les stakeholders sont explicitement pris en compte* ; sont considérés comme *stakeholders* tous les agents (ou groupes d'agents) qui ont une "créance légitime sur la firme", dont l'origine est liée à une relation d'échange, portant sur les ressources apportées par les différents *stakeholders* (matérielles, financières, humaines, infrastructures publiques...) ou sur les produits ou services achetés et consommés. La notion d'échange retenue est très large, le public en général constituant un des *stakeholders*²³. Les dirigeants qui sont en relation contractuelle avec l'ensemble des *stakeholders*, jouent un rôle central dans cette vision et peuvent être considérés comme les agents de tous les *stakeholders* impliqués²⁴. Leur rôle est de prendre les décisions, notamment stratégiques, conformément aux intérêts de l'ensemble des *stakeholders*²⁵ ;

²². Hill et Jones recourent à la notion de "différentiel de pouvoir" entre deux parties à un échange; ils entendent ainsi une condition de dépendance inégale entre les deux parties selon l'optique d'Emerson et de Pfeffer. Il y a un différentiel de pouvoir entre deux parties A et B, en faveur de A, si B dépend plus fortement de A, que A de B.

²³. Nous préférons retenir la définition du *stakeholder* donnée en note 9, plus large, qui n'implique pas de relation d'échange au sens strict.

²⁴. On peut noter également que le dirigeant est également un *stakeholder* dans la mesure où il apporte des ressources à la firme, sous forme de compétences managériales. Il s'agit d'une transaction particulière qui comme les autres, doit

(2) *Les mécanismes de marché sont supposés imparfaitement efficaces ; cette efficacité limitée est due à différentes sources de friction : barrières à l'entrée et à la sortie, comportement actif des dirigeants (ce qui recouvre les stratégies d'enracinement) et des stakeholders de façon à modeler l'environnement en leur faveur, inertie organisationnelle (c'est-à-dire de facteurs organisationnels tels que par exemple, les coalitions, la rationalité limitée qui freinent l'adoption de nouveaux mécanismes...).* Ces facteurs ralentissent les processus d'ajustement et permettent aux rentes et quasi-rentes de se maintenir. À long terme, la sélection des formes organisationnelles (dont les systèmes de gouvernement) est cependant censée s'opérer, entraînant la disparition des plus inefficaces. Cette efficacité relative des mécanismes de marché justifie l'existence de *différentiels de pouvoir* entre les principaux et les agents. Ces derniers ont une influence sur la structure des mécanismes de gouvernement chargés de gérer les contrats explicites et implicites ;

(3) En raison de ce fonctionnement imparfait des marchés, l'attention porte principalement non pas sur les conditions d'équilibre, mais sur *les processus de marché permettant de corriger les situations de déséquilibre*. À long terme, les mécanismes évoluent et se substituent aux anciens mécanismes défailants ;

(4) *La notion de coûts d'agence est élargie*, Hill et Jones lui substituant celle de *coûts contractuels*. Ces derniers sont égaux aux réductions d'utilité supportées par les différents *stakeholders* en raison des ressources consommées pour faire fonctionner les mécanismes disciplinaires et des pertes d'utilité résiduelles (analogues aux coûts d'agence résiduels) ;

(5) Considérant que la notion de "structure de gouvernement" (*governance structure*) retenue par la théorie de l'agence traditionnelle, en ne recouvrant que les mécanismes d'alignement *ex-ante* des intérêts, est trop étroite, ils lui substituent la notion de "structure institutionnelle" qui, outre la fonction disciplinaire habituelle, a également pour rôle de garantir l'exécution des contrats implicites qui sous-tendent les relations entre les dirigeants et les différents *stakeholders*. Cette notion peut être considérée comme incluse dans celle de mécanisme de gouvernement, dont l'objectif est d'empêcher les comportements opportunistes des dirigeants ;

(6) Les situations de déséquilibre qui naissent soit, des innovations introduites par la firme ou par les différents *stakeholders* soit, des chocs exogènes, créent des différentiels de pouvoir (situation asymétrique), dont les dirigeants et les différents *stakeholders* cherchent à profiter. Ces différentiels sont le plus souvent en faveur des dirigeants, en raison de leurs position centrale. Ils

être prise en considération. Williamson (1985) justifie d'ailleurs la présence des dirigeants au conseil d'administration comme mécanisme de gouvernement de cette transaction.

²⁵. Cette conception du rôle des dirigeants n'est pas particulièrement originale, on la trouve notamment chez Stiglitz (1985) et Aoki (1980, 1984).

agissent alors (notamment, lorsqu'ils décident en matière stratégique) de façon à neutraliser les mécanismes de gouvernement et à renforcer leur pouvoir discrétionnaire²⁶, ce qui réduit la possibilité, pour les *stakeholders*, de faire respecter les contrats. Si les coûts induits par cette stratégie ne sont pas compensés par une plus grande efficacité productive, la firme souffre d'un désavantage compétitif et voit sa pérennité menacée. Inversement, l'accroissement du pouvoir des dirigeants renforce l'intérêt que peuvent avoir les différents *stakeholders* à mieux utiliser ou à faire évoluer les mécanismes de gouvernement de façon à rétablir l'équilibre et à récupérer une partie des rentes que s'approprient les dirigeants, et les groupes de *stakeholders* auxquels ils s'allient. Le récent renforcement des mécanismes de gouvernement qui s'est produit aux États-Unis, au Royaume-Uni et en France peut s'interpréter en ce sens. Implicitement dans cette analyse, la notion de pouvoir résulte d'une stratégie et obéit à une logique économique ; un agent innove, investit pour acquérir un différentiel de pouvoir ("une position dominante") qui accroît la dépendance des autres *stakeholders* de l'organisation et permet de s'approprier des rentes.

Cette théorie de la firme repose sur une représentation du système de gouvernement des entreprises comme résultante d'un jeu dynamique entre les dirigeants et les différents *stakeholders* avec pour objet la création et le partage des rentes et quasi-rentes. Elle permet de prendre en compte les différentiels de pouvoir. Dans la plupart des transactions, les parties ne sont pas sur un pied d'égalité et le fonctionnement normal des mécanismes sous forme de "défection" (*exit*) ou de "prise de parole" (*voice*) peut être fortement contraint, voire empêché par des phénomènes de verrouillage (*lock in*) liés par exemple, à l'existence d'actifs spécifiques. Cette asymétrie des positions est particulièrement fréquente dans les relations dirigeants/salariés ou dirigeants/petits actionnaires de certaines sociétés.

3.2.2. Comment s'appréhende la notion d'efficacité dans ce contexte?

La théorie proposée laisse ouvertes un nombre important de questions, qui touchent directement au statut de la notion d'efficacité :

(1) Dans une perspective d'équilibre statique, l'efficacité dans le modèle de Hill et Jones caractérise un système qui permet de minimiser les pertes d'utilité, pour l'ensemble des *stakeholders*, à un moment donné. Comme le soulignent ces auteurs, cette façon de poser le problème passe sous silence le mode de résolution des conflits d'intérêts entre les différents groupes de *stakeholders*. Ils retiennent alors la perspective de la firme comme jeu coopératif proposée par Aoki (1980, 1984). Si chaque groupe a intérêt à la poursuite de l'exploitation, les

²⁶. La diversification des activités peut ainsi s'interpréter comme le moyen de réduire le pouvoir des consommateurs, la délocalisation comme celui de réduire le pouvoir de l'État et les mécanismes bureaucratiques internes comme celui

différents *stakeholders* sont incités à coopérer plutôt qu'à être en conflit. *L'équilibre coopératif statique est atteint si aucun groupe de stakeholders ne peut accroître sa propre utilité sans risquer une perte d'utilité supérieure entraînée par le retrait d'un autre groupe de la coalition.* Par conséquent, aucun groupe ne devrait tenter de mettre en place ou de faire jouer des mécanismes de gouvernement remettant en cause cet équilibre organisationnel. Dans ce modèle, le rôle des dirigeants, qui consiste à concilier les intérêts des différents groupes, reste passif ; un comportement actif peut cependant être introduit sans en modifier la logique. Cette analyse présente l'intérêt d'attirer l'attention sur le caractère antagoniste ou complémentaire des mécanismes de gouvernement. La coopération perdure d'autant mieux que les mécanismes permettant de préserver les intérêts des différents groupes de *stakeholders* sont conciliables et que la *cohérence du système de gouvernement* est forte, ce qui doit se traduire par des coûts d'agence faibles ;

(2) Dans une perspective dynamique et en tenant compte du comportement actif, voire opportuniste des dirigeants, se trouve posée la question de la *robustesse* et de *la flexibilité* des systèmes de gouvernement. Dans la perspective précédente, les mécanismes de gouvernement mis en place par un groupe de *stakeholders* particulier, ont pour objet de limiter la création et l'appropriation des rentes organisationnelles (qui entraîne une spoliation) par les dirigeants et éventuellement par les groupes concurrents, si ces rentes naissent d'un différentiel de pouvoir. Ainsi, le conseil d'administration s'interprète comme un mécanisme visant à protéger les actionnaires du jeu opportuniste des dirigeants, voire des salariés. Le système devant permettre le maintien de la coalition, au moindre coût, doit être robuste et flexible. La flexibilité suppose que le système a la capacité de se renouveler, en introduisant de nouveaux mécanismes et en faisant évoluer les mécanismes existants, de façon à échapper aux tentatives de neutralisation entreprises par les *stakeholders* et les dirigeants. Les systèmes qui survivent à terme sont censés être plus efficaces et plus flexibles.

Le schéma dynamique proposé par Hill et Jones s'il donne une grille de lecture de l'évolution des systèmes de gouvernement, ne répond qu'imparfaitement à la question de l'évaluation de l'efficacité du système, la perte d'utilité résiduelle globale n'étant pas mesurable. La seule réponse apportée repose sur un argument évolutionniste faible, selon lequel les organisation et les arrangements organisationnels les moins efficaces disparaissent à terme. Une firme (ou une nation) dont le système de gouvernement est défaillant est censée être moins efficace et disparaître à terme (ou perdre son indépendance). En retenant la vision de la firme comme une coalition coopérative, la défaillance résulte d'un refus de coopération et d'une rupture de la coalition, un des groupes de *stakeholders* se retirant de cette dernière, qu'il s'agisse des clients, des banquiers, des

de réduire le pouvoir des employés (Hill et Jones, 1992, p.147).

actionnaires, des salariés, voire des dirigeants... Cette vision minimaliste de l'efficacité se résume finalement à dire qu'un système de gouvernement est efficace, s'il permet de maintenir la viabilité de la coalition constituant la firme, en assurant un niveau minimal de satisfaction à chaque groupe de *stakeholders*. L'efficacité d'un système de gouvernement se juge alors sur sa capacité à assurer la pérennité de la firme. En supposant que la continuité d'exploitation est d'autant mieux garantie que la firme a réussi à se développer et à modifier son environnement²⁷, l'efficacité des différents systèmes de gouvernement pourrait s'évaluer indirectement, par le développement de certains types d'entreprise. Par exemple, certains systèmes peuvent favoriser l'émergence de PME innovatrices, d'autres, la constitution de grands groupes.

3.3. Défaillance et performance

La notion de défaillance entrevue apparaît "brutale" dans la mesure où elle signifie que la coalition constitutive de la firme s'effondre, autrement dit, que cette dernière cesse ses activités au moins provisoirement, jusqu'à la reconstitution d'une coalition viable. Un système de gouvernement efficace doit être à même d'éviter cette rupture ; il doit non seulement permettre de résoudre les crises, mais également de les prévenir. Comme le souligne Prahalad (1994), la problématique du *corporate governance* est dominée par le souci de résoudre les crises alors qu'il serait préférable de concevoir des systèmes permettant de les éviter. Ce caractère préventif suppose implicitement qu'il soit possible de détecter une dégradation de la performance de la firme (à laquelle nous assimilerons celle des dirigeants) ou mieux encore de concevoir un système qui permet d'éviter cette dégradation.

3.3.1. Les performance de la firme et du dirigeant : des notions complexes

La notion de performance apparaît particulièrement ambiguë et imprécise, même si elle semble indissociable de celle de compétition. Dans le contexte sportif, elle s'exprime habituellement sous deux formes, la performance absolue, appréciée par une mesure, par exemple, le temps réalisé par le vainqueur dans une course ou par une performance relative, qui s'apprécie en fonction du rang obtenu. Cette dernière qui ne nécessite pas de mesure précise, suffit le plus souvent à attribuer les prix pour lesquels les concurrents s'opposent ; elle souffre rarement de la discussion, les conditions concurrentielles étant généralement les mêmes pour les différents concurrents (même s'il existe des épreuves à handicap...). L'appréciation de la performance absolue apparaît plus complexe ; elle est fonction, des conditions climatiques, de la qualité des installations techniques et des conditions de mesure qui rendent parfois difficiles les comparaisons de résultats entre des

²⁷. On trouvera des développements intéressants sur la liaison efficacité et dynamique organisationnelle dans Ménard (1990).

concurrents différents. Il est ainsi fréquent de voir des athlètes ayant normalement réalisé des performances absolues, supérieures à celles de certains de leurs concurrents, être systématiquement vaincus, lorsqu'ils concourent dans la même épreuve. Cette différence explique vraisemblablement le fait que la performance relative soit le plus souvent mieux considérée que la performance absolue. Les sportifs les mieux rémunérés le sont dans les domaines qui semblent les plus concurrentiels et sauf exception (par exemple, les prix attribués à ceux qui battent des records du monde dans certains grands prix d'athlétisme), la performance absolue entre rarement dans la détermination de la rémunération²⁸.

Appliquée à l'organisation (en tant qu'entité) et plus particulièrement à la firme, la notion de performance est plus difficile à cerner. La transposition de la notion même n'est pas nécessairement pertinente. Entre les firmes²⁹, il n'y a ni compétition organisée au sens traditionnel, ni prix à attribuer aux vainqueurs, les conditions de la compétition sont inéquitables et évolutives et la durée de la compétition n'est pas fixée. La notion de performance relative a donc peu de signification, sauf à retenir la vision extrême de la survie et du droit à poursuivre ses activités.

La notion de performance absolue conduit à s'interroger sur les objectifs de celui qui cherche à mesurer la performance. La théorie financière traditionnelle est à cet égard, assez précise. Elle retient la perspective de l'actionnaire qui cherche le meilleur investissement avec l'objectif de maximiser sa richesse. Ainsi, conventionnellement, pour les sociétés cotées, on mesure la performance (la "performance financière") en recourant, au taux de rentabilité des capitaux propres, calculé à partir des cours boursiers et des dividendes, puis en pondérant ce taux en fonction du risque encouru. Dans quelle mesure une telle appréciation de la performance peut-elle présenter un intérêt dans notre perspective? Cette mesure ex-post est souvent utilisée par les analystes financiers, les gérants de fonds, la presse financière. Malgré tous les problèmes (de qualité de l'information comptable et boursière notamment) qu'elle pose, elle répond à un objectif précis, orienter les investisseurs en fonds propres vers les entreprises les plus performantes, c'est-à-dire, celles qui procurent le plus fort enrichissement aux actionnaires. La performance est parfois appréciée sous forme de classements ; il est rarement fait état d'une norme minimale, pourtant proposée par plusieurs cadres théoriques. La comparaison porte à l'occasion avec la rentabilité d'autres formes d'investissement (obligations, placement immobilier,...).

²⁸. Les avantages et inconvénients respectifs des mesures de performance absolue et relative ont été discutés abondamment dans la littérature normative principal-agent, en liaison avec les modes de rémunération. On en trouvera une présentation dans Milgrom et Roberts (1992).

²⁹. À l'intérieur de la firme, la notion garde toute sa pertinence, le système de promotion est souvent interprété comme un tournoi entre les salariés.

Cette mesure de performance semble être principalement utilisée par des mécanismes de gouvernement non-spécifiques, "externes", reposant sur la pression du marché. Si la performance est insuffisante, l'actionnaire en tant qu'investisseur se retire ou renonce à investir. La mesure exposée de la rentabilité des fonds propres et la décision de "voter par les pieds" ne présentent pas de caractère préventif ; on ne fait que constater un résultat. L'actionnaire (on suppose qu'il s'agit d'un petit actionnaire) d'une société cotée, s'il y a une forte liquidité, mesure la performance en termes d'accroissement de richesse, par rapport aux autres vecteurs d'investissement, sans autres considérations, notamment, de celles qui peuvent prévaloir lorsque l'investisseur peut influencer les décisions des dirigeants. La nature de la transaction et le caractère concurrentiel du marché déterminent les modes de contrôle et d'évaluation de la performance.

Dès qu'on écarte ce cas de figure relativement rare, ne serait-ce que pour considérer un actionnaire qui détient une part importante du capital et qui joue un rôle important au conseil d'administration et dans la désignation des dirigeants, ce schéma se transforme. De simple partenaire passif, l'actionnaire devient actif (plus ou moins) et il appréhende différemment la performance, dans la mesure où même si son objectif reste l'enrichissement maximal, il peut influencer les décisions des dirigeants qui conditionnent la richesse créée. Cette relation de "partenariat actif" s'accompagne d'un mode de surveillance des dirigeants beaucoup plus intime et fréquent ; le contrôle continue à porter sur les résultats, mais s'élargit pour inclure la façon dont les résultats ont été obtenus³⁰, et notamment le processus d'élaboration des décisions³¹ ; le jugement émis sur la performance des dirigeants prend en compte ces différentes dimensions. La décision de poursuite du partenariat tiendra compte non seulement des résultats obtenus par rapport aux autres opportunités, mais également des possibilités d'influencer les décisions, des compétences relatives des dirigeants, des coûts de sortie,...

Comme mécanisme interne, le conseil d'administration, à supposer qu'il ait effectivement pour rôle de gérer la transaction entre les actionnaires et la firme, évalue fréquemment la performance du dirigeant non seulement à partir du résultat, mais également de la façon dont ce résultat a été obtenu, en tenant compte des facteurs non contrôlables par le dirigeant. Le jugement porté par les administrateurs sur la gestion du dirigeant et la qualité de ses décisions, importe souvent au moins autant que la seule performance financière. De même, d'autres indicateurs quantitatifs peuvent être pris en compte et influencer le mode de contrôle³². Dans les grandes

³⁰. À cet égard, si nous ne nions pas que le type de contrôle, comme le montrent Ouchi (1979) et Eisenhardt (1985), varie en fonction des caractéristiques informationnelles de la tâche à accomplir, notamment de la programmabilité et de la possibilité de mesurer les résultats, nous pensons que leur raisonnement est incomplet, car il ignore notamment, l'incitation à contrôler et le coût du contrôle (qui dépend notamment de la précision de la mesure nécessaire).

³¹. D'une certaine façon, il s'agit d'un jugement sur la rationalité procédurale.

³². Voir Charreaux (1994) pour une discussion des différents types de contrôle appliqués au conseil d'administration.

sociétés, le jugement des pairs présents au conseil, qui ont accès aux mêmes réseaux sociaux que les dirigeants, constitue apparemment un mécanisme de discipline (le contrôle "clanique") très répandu, même si les phénomènes de collusion semblent courants. Ce type de contrôle s'appuie sur une information interne et externe et tient compte du caractère plural des tâches des dirigeants ; il peut également avoir un caractère préventif, s'il y a discussion réelle au sein du conseil, afin de mieux éclairer les décisions stratégiques desquelles dépend la performance financière finale. Le plus souvent, les administrateurs lorsqu'ils évaluent la performance du dirigeant, par exemple, pour fixer sa rémunération, complètent les critères quantitatifs apparemment objectifs, mais qui comportent également un aspect arbitraire (fiabilité discutable et caractère manipulable des informations comptables, incidence des éléments non spécifiques sur les cours boursiers) par des éléments d'appréciation qualitatifs, fondés sur les efforts déployés par le dirigeant et la pertinence apparente des décisions prises, du point de vue de pairs. La décision de remplacement d'un dirigeant, relativement rare dans des circonstances de crise, suppose que les actionnaires soient persuadés que le remplaçant potentiel sera plus efficace. Les administrateurs ne jugent pas seulement le résultat réalisé (en termes quantitatifs), c'est-à-dire la performance absolue, mais également la manière dont il a été obtenu³³, ce qui fait intervenir implicitement des éléments de performance relative.

3.3.2. Les deux dimensions de l'évaluation de la performance : la contingence par rapport aux objectifs et le caractère actif de la relation avec les *stakeholders*

La notion de performance apparaît également contingente par rapport aux objectifs des différents *stakeholders* et plus particulièrement de ceux qui détiennent les droits de propriété formels. Comme l'a montré Hansmann (1988), selon les formes organisationnelles, la catégorie de *stakeholders* détentrice des droits varie (par exemple, les consommateurs dans les coopératives de consommation, les salariés dans certaines entreprises de service...). En principe, la forme optimale de propriété s'obtient lorsque la somme des coûts de transaction totaux pour l'ensemble des *stakeholders* est minimisée. Cette somme comprend deux composantes : (1) les coûts de transaction sur le marché (coûts liés à l'éventuel pouvoir de marché de la firme sur les *stakeholders* ; coûts exposés liés aux phénomènes de verrouillage ; coûts liés à l'information asymétrique) pour les *stakeholders* qui ne sont pas propriétaires et (2) les coûts induits par la propriété (contrôle des dirigeants ; décision collective ; assomption du risque résiduel) pour ceux qui détiennent les droits de propriété. Toutes choses égales par ailleurs, le principe d'efficacité implique que les droits de

³³. Un parallèle peut être fait avec l'évaluation des performances des étudiants où il est usuel de tenir compte de résultats intermédiaires, de la formation préalable, des efforts déployés, des circonstances personnelles, avant de prendre une décision définitive consistant à attribuer un diplôme, une mention ou une exclusion. Cette démarche se

propriété soient attribués aux *stakeholders* qui peuvent les exercer au moindre coût. Cependant, le raisonnement n'est correct que si on considère la somme des deux catégories de coûts. Un groupe de *stakeholders* qui subirait des coûts de transaction très élevés, aurait intérêt à devenir propriétaire de la firme, même s'il n'est pas très efficace dans le contrôle des dirigeants, les gains provenant des économies de coûts de transaction faisant plus que compenser les coûts liés à l'opportunisme managérial. Ainsi, par exemple, dans une coopérative de consommateurs, ces derniers ont intérêt à être les propriétaires, même s'ils sont peu aptes à contrôler les dirigeants, si les gains obtenus par rapport à des transactions directes sur le marché, sont supérieurs aux coûts de contrôle. Cette démarche pour être pertinente, doit cependant permettre d'expliquer des formes de propriété, plus complexes que celles retenues comme typiques par Hansmann. Ainsi, dans la réalité, on observe des structures au sein desquelles les droits de propriété se répartissent entre plusieurs catégories de *stakeholders* et pour lesquelles le contrôle des dirigeants ne dépend pas exclusivement d'une seule catégorie de *stakeholders*, mais relève à des degrés divers des différents groupes de *stakeholders*.

Une structure de propriété formelle partagée entre plusieurs types de *stakeholders*, pose la question de la définition des objectifs à attribuer aux dirigeants et de l'évaluation de la performance. De même, la nature de la relation qui unit les dirigeants aux différents *stakeholders*, selon le caractère plus ou moins actif du partenariat, conditionne la notion de performance et son évaluation. En d'autres termes, l'évaluation de la performance d'une firme (et d'une organisation) fait intervenir deux dimensions, d'une part, la nature des objectifs des *stakeholders*, détenteurs des droits de propriété formels, et d'autre part, le caractère plus ou moins actif de la relation de partenariat, cette deuxième dimension impliquant un jugement sur la qualité de la tâche accomplie par le dirigeant. On associe ainsi dans la notion de performance, les deux dimensions traditionnelles de jugement par rapport à "l'obligation de résultat" et "à l'obligation de moyens". Les différentes composantes du système de gouvernement interviennent relativement à ces deux dimensions, les mécanismes spécifiques, en raison de leur accès privilégié à l'information interne (et plus particulièrement à l'information spécifique nécessaire à la prise de décision), accordant une place plus importante à la seconde dimension.

C'est le jugement porté par les différents *stakeholders* (détenteurs des droits de propriété formels ou non) sur ces deux dimensions de la performance des dirigeants qui décide de la poursuite de la coopération et de la viabilité de la firme. Cette pluralité des dimensions de la performance explique la faiblesse du lien statistique observé entre la performance financière et le *turnover* des dirigeants. Deux arguments sont déterminants. D'une part, la performance des dirigeants peut être évaluée en d'autres termes que la seule richesse des actionnaires. D'autre part,

retrouve également de façon plus générale dans l'évaluation des salariés notamment, dans l'évaluation des

au delà de la mesure du résultat, intervient également un jugement sur les capacités et les efforts déployés par le dirigeant. La fiabilité et la robustesse des évaluations portant sur ces dimensions peuvent donner lieu à de nombreuses investigations. Il n'est pas sûr que l'évaluation de la seconde dimension soit plus complexe, en raison des possibilités de manipulation (légal ou non) de l'information comptable.

Ces considérations ne sont pertinentes que pour une organisation particulière. Elles doivent être adaptées si on cherche à évaluer la performance du système de gouvernement des entreprises d'une nation³⁴. Autrement dit, que signifient la performance et la défaillance lorsque l'objet de l'analyse est le système de gouvernement des entreprises français ou américain? L'analyse se trouve alors déplacée vers les dirigeants politiques et l'évaluation de la performance doit s'orienter vers les indicateurs de type macro-économique (taux de croissance du PNB, taux de défaillance des entreprises, taux de chômage, taux d'inflation...), aptes à rendre compte des intérêts des différents groupes de *stakeholders* au niveau national.

3.4. Quelques réflexions sur le *design* du système de gouvernement

3.4.1. La viabilité d'un système

Une réflexion sur le *design* d'un système de gouvernement s'appuie prioritairement sur une revue des fonctions qu'il est censé accomplir. Dans une perspective normative, un système de gouvernement doit avoir pour objectif de garantir la viabilité de la coalition qui permet à la firme d'être créatrice de richesse. Cette formulation de l'objectif peut être nuancée en distinguant avec Coleman (1991) la "viabilité indépendante" et la "viabilité globale". Il y a viabilité indépendante si chaque *stakeholder*, d'une part, reçoit une rémunération au moins égale à celle qu'il recevrait par ailleurs sur un marché concurrentiel et d'autre part, crée par sa contribution une valeur supérieure à ce qu'il coûte à la firme. La viabilité globale correspond à une situation dans laquelle la valeur créée par l'ensemble des *stakeholders* est supérieure à la somme des coûts. Les deux notions diffèrent, si certaines ressources sont acquises à un prix inférieur au prix de marché. Cette situation se rencontre, lorsqu'en raison des coûts de sortie de la coalition, certains *stakeholders* (par exemple, des salariés) préfèrent y rester, alors que leur rémunération est inférieure à ce qu'ils pourraient obtenir sur le marché. La firme ou plus exactement d'autres membres de la coalition, en particulier les dirigeants, s'approprient alors les quasi-rentes ainsi générées.

Une firme crée de la richesse si elle vend ses produits ou ses services à des prix supérieurs au coût de revient qui dépend du coût des ressources (y compris leur coût d'opportunité). La rente

créée peut avoir plusieurs origines : (1) une rente gagnée sur les clients, en raison par exemple du caractère novateur des produits qui permet d'obtenir un profit, tout en rémunérant les différents apporteurs de ressources au niveau concurrentiel requis (par exemple, le taux requis compte tenu du risque pour les fonds propres). Le maintien de la rente dépend des efforts des concurrents pour lancer un produit compétitif, de l'existence de produits de substitution, des relations de dépendance des clients, etc. Dans cette situation, il y a viabilité indépendante ; (2) un coût de revient moins élevé que celui des concurrents, car la firme a su capter des quasi-rentes aux dépens des différents apporteurs de ressources, par exemple, en instaurant des relations de long terme avec les actionnaires, créanciers financiers, salariés ou fournisseurs et que ces derniers supporteraient éventuellement des coûts de sortie importants (par exemple, en cas de création d'actifs spécifiques, notamment en capital humain). Ce cas de figure s'il respecte la viabilité globale, enfreint la condition de viabilité indépendante. D'après Coleman, il s'agit d'une situation précaire conduisant à terme à la rupture de la coalition ; (3) un troisième cas de figure peut également être identifié ; comme dans le premier cas, les conditions de viabilité indépendante et globale sont satisfaites ; tout en ayant des prix de vente concurrentiels et en rémunérant les apporteurs de ressources aux prix de marché, le savoir-faire managérial permet d'atteindre une combinaison plus efficace des facteurs de production et d'abaisser le coût de revient en dessous de celui des concurrents. Dans cette situation, la rente est obtenue aux dépens des dirigeants, dans la mesure où la valeur créée par leur compétence managériale est supérieure à leur rémunération. Cette rente est une composante de la rente managériale (Castanias et Helfat, 1992) constituée des rentes créées par la firme grâce aux capacités managériales des dirigeants.

Cette discussion montre les origines possibles de la valeur, associées aux créations de rentes ou de quasi-rentes, entre l'organisation et ses *stakeholders*. Le jeu des dirigeants consiste à créer, à gérer ces rentes et quasi-rentes, à les répartir entre les différents *stakeholders* et à s'en approprier une partie, de façon à rentabiliser au mieux les investissements en capital humain spécifiques qu'ils font dans leur firme. Ce jeu se déroule dans le cadre du système de gouvernement. Les différents mécanismes mis en place ou actionnés par les différents *stakeholders* influencent la création et la redistribution des rentes. La viabilité du système est assurée tant que les différents *stakeholders* composant la coalition n'ont pas intérêt à en sortir. Si cependant, la condition de viabilité indépendante n'est pas satisfaite, la coalition est précaire, les *stakeholders* spoliés ayant intérêt à agir soit, pour diminuer les coûts de sortie soit, pour redistribuer les rentes de façon garantir une rémunération équitable. Dans ce dernier cas, les coûts d'influence (Milgrom et Roberts, 1988 et 1990) subis par l'organisation sont vraisemblablement substantiels et entraînent une dégradation de l'efficacité productive.

³⁴. Des étapes intermédiaires peuvent être distinguées par catégories d'entreprises par exemple.

Selon cette perspective, un système de gouvernement doit : (1) faire pression sur les dirigeants de façon à ce que leurs activités de création et de redistribution de rentes satisfassent l'ensemble des *stakeholders* (dont les dirigeants) et assurent la viabilité globale et indépendante de la coalition, évitant ainsi les situations de crise qui se traduisent soit, par un éclatement de la coalition soit, par la spoliation d'un groupe de *stakeholders* prisonniers de leurs transactions. Il s'agit de l'aspect préventif du système ; (2) être à même de faciliter la résolution des situations de crise (rôle curatif).

3.4.2. Le rôle préventif du système de gouvernement

Dans quelle mesure le système de gouvernement est-il à même de jouer un rôle préventif? En s'appuyant sur la distinction de Hirschmann (1970), un *stakeholder* insatisfait dispose en principe de deux possibilités d'action non exclusives l'une de l'autre, la défection et la prise de parole. La défection entraînant une sortie de la coalition, suppose que le *stakeholder* dispose d'une alternative et que les coûts de sortie, ne soient pas exorbitants. Par exemple, un client mécontent de la baisse de qualité d'un produit, ne peut sortir de la relation avec la firme, que s'il trouve un produit alternatif. Le changement de produit induit des coûts d'information plus ou moins importants pour identifier et localiser le produit de substitution, voire des coûts de formation si l'usage en est complexe. Selon la nature de la transaction, la sortie de la relation peut également entraîner des coûts nés d'un contentieux. La défection représentant une situation de crise, seule la menace de défection a véritablement un caractère préventif, notamment, en contribuant à renforcer l'efficacité du mode d'action alternatif, la prise de parole. Cette dernière qui permet aux dirigeants et éventuellement à d'autres *stakeholders*, d'être informés des causes du mécontentement jouera un rôle préventif d'autant plus efficace, qu'elle est peu coûteuse. Certains mécanismes de gouvernement, par exemple, le conseil d'administration, peuvent s'interpréter comme des organes facilitant la prise de parole, par exemple, pour les principaux actionnaires.

Le renforcement du rôle préventif du système de gouvernement semble ainsi passer par celui des possibilités de prise de parole pour les différents *stakeholders*. Les dirigeants peuvent jouer un rôle actif en proposant ou en adaptant des mécanismes facilitant la prise de parole. Les programmes de consultation de clients, d'actionnaires, du personnel constituent des exemples de telles initiatives. Ces programmes présentent, outre l'intérêt de faire prendre conscience des sources de conflit possibles, celui de faire remonter une information à caractère spécifique aux niveaux décisionnels centraux. Encourager la prise de parole présente également des inconvénients. D'une part, elle peut conduire à une contestation de la gestion des dirigeants et d'autre part, elle facilite les activités d'influence exercées par les différents *stakeholders* qui visent à obtenir une redistribution des rentes plus favorable, ce qui en transformant l'équilibre organisationnel peut créer une crise.

Ces considérations expliquent les stratégies employées par certains dirigeants pour neutraliser leur conseil d'administration et le fait que cet organe inclue rarement spontanément des représentants du personnel. Elles permettent de comprendre également que les phénomènes de déclin s'accompagnent souvent de l'absence ou de la neutralisation de mécanismes de prise de parole. Enfin, elles justifient que le législateur intervienne pour créer des mécanismes institutionnels limitant les coûts de prise de parole (ou renforçant l'incitation à la prise de parole par exemple, en accroissant la responsabilité des administrateurs) et empêcher leur neutralisation par les dirigeants.

L'efficacité préventive d'un système de gouvernement semble passer par la mise en oeuvre de mécanismes facilitant la prise de parole des différents *stakeholders*, ce qui permet d'éviter les dysfonctionnements et de faire remonter l'information spécifique, tout en évitant les incidences négatives des activités d'influence.

3.4.3. Le rôle curatif du système de gouvernement

Le système de gouvernement peut également être jugé sur sa capacité curative, à résoudre les crises issues de la défection de certains *stakeholders*, qui aboutit à priver la firme, soit des ressources indispensables, soit des débouchés nécessaires à son activité. Un système efficace doit éviter les destructions de valeur pour les différents *stakeholders* et permettre des réorganisations amiables ou légales au moindre coût. Ces aspects sont notamment traités dans la vaste littérature rattachée au courant principal-agent, qui cherche à évaluer les formes optimales de réorganisation³⁵. Plus généralement, il s'agit d'identifier les conditions permettant à un système de gouvernement de rétablir la viabilité d'une firme au moindre coût. Cette formulation soulève en particulier les questions des réallocations d'actifs (dont le capital humain) et de droits de propriété...

Le remplacement des dirigeants occupe souvent une place centrale dans les processus de résolution de crise³⁶. Il participe simultanément des rôles préventif et curatif du système de gouvernement. À titre préventif, le changement est imposé par les agents qui contrôlent la structure de propriété. Il est possible si un actionnaire (ou un groupe d'actionnaires) exerce un pouvoir suffisant sur le conseil d'administration ; il s'agit d'un processus de prise de parole qui ne peut s'accomplir que si le dirigeant n'a pas neutralisé le conseil d'administration. Si le remplacement ne peut être imposé par les actionnaires actuels, c'est-à-dire par un mécanisme spécifique, il ne peut intervenir que par le jeu d'un mécanisme non spécifique impliquant un changement de la structure de propriété. Dans les pays anglo-saxons, ce remplacement passe fréquemment par le marché des

³⁵. Pour une réflexion récente et une bibliographie, voir notamment Aghion, Hart et Moore (1992).

³⁶. Précisons cependant que le remplacement des dirigeants ne survient pas nécessairement à la suite d'une situation de crise liée à une performance défailante. Une prise de contrôle hostile peut se produire sans que la performance ne soit défailante comme le révèlent certaines études empiriques (Franks et Mayer, 1992).

prises de contrôle (OPA, OPE...), mais il peut emprunter d'autres voies, la cession de blocs de contrôle de la part de certains actionnaires, voire éventuellement la transformation des créanciers en actionnaires. L'étude des modalités de remplacement des dirigeants et de leur conséquences constituent un aspect central des systèmes de gouvernement, sur lequel nous possédons peu d'informations (à l'exception relative des prises de contrôle hostiles dans les pays anglo-saxons). La facilité avec laquelle ces remplacements peuvent se produire et les coûts qui leur sont associés, notamment en termes de rupture de contrats implicites (Shleifer et Summers, 1988), représentent des critères importants pour juger de l'efficacité des systèmes de gouvernement.

3.4.4. Un système efficace est un système peu coûteux

Au delà de ces considérations fonctionnelles, une réflexion sur le *design* du système de gouvernement doit également porter sur l'évaluation des coûts entraînés par sa mise en place et son fonctionnement. L'efficacité du système s'appréhende alors, relativement aux coûts (qui sont des coûts d'agence) supportés par les différents *stakeholders*. L'ampleur des coûts dépend de différents facteurs :

(1) *L'articulation des différents mécanismes*. On considère souvent que les banques (Diamond, 1984, 1991 ; Fama, 1985, 1990), en raison de leurs compétences présumées en matière de contrôle, constituent un mécanisme efficace sur lequel peuvent s'appuyer les autres *stakeholders*. Il semble *a priori* optimal de confier le rôle principal de surveillance au groupe de *stakeholders* qui supporte les coûts de contrôle les moins élevés. Cette conclusion ne s'impose cependant que sous certaines conditions.

D'une part, un mécanisme de gouvernement n'est efficace que si les gains qui en sont attendus, compensent les coûts qu'il induit. Une banque n'a intérêt à exercer un contrôle serré (qui peut éventuellement se traduire par une prise de participation et l'attribution d'un siège d'administrateur) que dans la mesure où l'enjeu par rapport à son portefeuille de risques ou sa stratégie, est important. Dans la plupart des relations de prêt, le contrôle se limite à s'assurer que l'entreprise est en mesure de respecter ses engagements et fournit l'information financière permettant d'apprécier la capacité de remboursement. Les intérêts de la banque ne convergent pas nécessairement avec ceux des autres *stakeholders*, actionnaires, salariés, clients... Même si la banque est à même d'exercer un contrôle plus approfondi ou contraignant, elle n'y a pas obligatoirement intérêt. La surveillance interne exercée par les salariés peut être un mécanisme efficace ; ils échappent en partie à l'asymétrie d'information avec les dirigeants ; leur investissement dans la firme est généralement substantiel (notamment en capital humain spécifique), cependant

l'efficacité de ce mécanisme est fortement déterminée par les possibilités de défection ou de prise de parole et par les stratégies de transactions informelles mises en oeuvre par les dirigeants.

D'autre part, certains mécanismes peuvent jouer de façon contradictoire. Dans la mesure où ils sont activés par un groupe de *stakeholders* particulier et coûteux à mettre en oeuvre, ils spolient souvent les intérêts d'un autre groupe. Ainsi, les prises de contrôle hostiles conduisent parfois à des restructurations coûteuses pour les salariés. Les salariés interviennent alors sous différentes formes pour mettre en place ou actionner des mécanismes visant à limiter les possibilités de prises de contrôle.

(2) *La lutte contre les stratégies d'enracinement des dirigeants.* Le coût de fonctionnement du système est d'autant plus élevé que les dirigeants (ou d'autres *stakeholders*) peuvent neutraliser les mécanismes. Un système efficace doit empêcher ce type de comportement, par exemple, en le rendant très coûteux. Les réglementations visant à interdire aux dirigeants de verrouiller le capital, de façon à s'opposer aux prises de contrôle hostiles, vont dans ce sens. L'observation et l'analyse des stratégies des firmes, assurées par la communauté des analystes financiers et la presse financière, participent de la même préoccupation. Sur le plan interne, les procédures formelles, qui régissent notamment les promotions des salariés (par exemple, les règles d'ancienneté) jouent un rôle similaire en faisant obstacle à la création de liens de confiance verticaux, permettant au dirigeant de s'enraciner, les promotions ne dépendant pas de son seul pouvoir.

La lutte contre l'enracinement peut cependant comporter des effets pervers. Un contrôle trop strict des activités des dirigeants induit des attitudes non coopératives (rétention d'informations...), une baisse de l'investissement en capital humain spécifique à la firme, voire une orientation de la stratégie de façon à donner satisfaction aux groupes de *stakeholders* les plus puissants, fut-ce au détriment de la viabilité de la coalition.

(3) *Les coûts d'adaptabilité.* La survenance de chocs, résultant notamment du comportement des différents *stakeholders* et des marchés, soulève la question de l'adaptabilité et de la robustesse du système de gouvernement. Les coûts d'adaptabilité associés aux transformations du système peuvent être très élevés. Un système robuste, capable d'absorber des chocs importants (d'origine externe ou liés aux stratégies des *stakeholders*), sans grandes adaptations, apparaît peu coûteux. Pour une firme particulière, cette question se pose notamment avec la croissance. Dans quelle mesure le système de gouvernement initial est-il robuste et adaptable à faible coût? Le système de gouvernement d'une PME, tant pour ses mécanismes spécifiques, que non spécifiques, se complexifie lors d'une ouverture du capital significative qui s'accompagne d'une introduction en bourse. Le fonctionnement du système induit davantage de coûts d'agence.

4 - Existe-t-il un système de gouvernement plus efficace?

L'étude comparée des différents systèmes nationaux de gouvernement des entreprises révèle d'une part, des différences significatives et d'autre part, des évolutions qui se font sous l'effet de la globalisation des marchés ou des volontés des hommes politiques. La "performance" économique nationale dépendant vraisemblablement de la forme du système de gouvernement des entreprises comme semble notamment le penser Porter (1992), se pose ainsi la question de la performance relative des différents systèmes, de leurs vertus et défauts respectifs, par rapport aux tâches de prévention et de résolution des crises, qui leur sont dévolues. En particulier, Porter attribue en grande partie la responsabilité du déclin économique relatif des États-Unis, au système d'allocation du capital inadéquat, dont les défaillances proviendraient des caractéristiques du système de gouvernement américain comparativement aux systèmes allemand et japonais.

La plupart des réflexions qui ont été entreprises sur ce thème, opposent les systèmes anglo-saxons (États-Unis et Grande Bretagne) aux systèmes allemands et japonais³⁷. Nous allons essayer : (1) de résumer les principales analyses qui tentent de mettre en évidence la logique de ces deux formes de systèmes et qui concluent le plus souvent qu'aucune forme n'est dominante ; (2) d'en faire une synthèse critique ; (3) de nous interroger sur l'évolution possible de ces formes de gouvernement.

4.1. Les deux modèles de gouvernement des entreprises

Si l'opposition entre les deux principaux types de système est traditionnelle, la logique qui permet de la justifier et de la dépasser, s'exprime selon des dimensions différentes. Un certain nombre d'études mettent en avant l'opposition du mode de financement, marché contre banques, notamment Berglöf (1990), Porter (1992) et Allen (1993). D'autres auteurs vont plus loin en distinguant comme Franks et Mayer (1992) les systèmes externes (rôle prédominant des marchés), des systèmes internes (rôle prédominant des comités) — la justification pour opposer les deux se trouvant dans la préoccupation accordée aux seuls actionnaires ou à l'ensemble des *stakeholders* — ou comme Moerland (1995), les systèmes orientés-marchés et ceux orientés-réseaux.

³⁷. On trouve très peu de références au système Français. Certains éléments peuvent être trouvés cependant dans Berglöf (1990), Franks et Mayer (1990), Lannoo (1994), Fanto (1995) et Yoshimori (1995). Par ailleurs, au delà des analyses que nous rapportons, qui nous semblent les plus intéressantes sur le plan des arguments développés, on peut également citer les études de Prowse (1995), de Roe (1994) et de Prevezer et Ricketts (1994) qui contiennent des éléments de comparaison entre les différents systèmes.

4.1.1. Les systèmes orientés-banques contre les systèmes orientés-marchés³⁸ : l'analyse fondée sur les contrats incomplets

L'analyse de Berglöf (1990) s'appuie sur le modèle explicatif de la structure de financement de Aghion et Bolton (1992), fondé sur la théorie des contrats incomplets³⁹. Cette théorie part de l'hypothèse d'incomplétude des contrats pour étudier l'allocation des droits de décision résiduels, en fonction de l'état de la nature, favorable ou défavorable. Les contrats financiers sont définis relativement aux modalités d'allocation des droits de décision résiduels et non pas comme dans l'approche financière traditionnelle, selon leurs caractéristiques de rentabilité et de risque.

Dans sa comparaison des systèmes orientés-banques et orientés-marchés, Berglöf met en évidence six caractéristiques des systèmes orientés-banques : (1) les ratios d'endettement sont plus élevés ; (2) les créanciers sont plus concentrés et plus homogènes ; (3) les actionnaires sont moins dispersés ; (4) les banques commerciales détiennent fréquemment des participations importantes dans des entreprises ; (5) les relations de financement (actions et dettes) sont plus stables et (6) les prises de contrôle sont moins fréquentes. L'existence simultanée des deux systèmes serait d'origine réglementaire. Les contraintes imposées aux banques commerciales⁴⁰ dans les systèmes orientés-marchés, en accroissant le coût du contrôle, les auraient empêché d'exercer une fonction de contrôle, que ce soit comme créancier et/ou actionnaire. Il en serait résulté un mode de développement fondé sur les financements de marché répartis entre de nombreux actionnaires et créanciers. En raison des coûts de décision collective liés à une forte diffusion du capital, les droits décisionnels seraient alors revenus aux dirigeants, ce qui explique que dans ce schéma, l'attention soit portée à la séparation des fonctions de décision et d'assomption du risque (propriété). Le rôle des investisseurs (actionnaires ou créanciers) est réduit ; ils ne participent pas à la gestion qui est l'apanage quasi-exclusif des dirigeants. Les mécanismes de contrôle externes tels que les marchés de prises de contrôle et des dirigeants sont supposés réduire les coûts d'agence issus de la séparation de la propriété et de la décision. Ainsi, dans ce système, la résolution des crises est censée se faire prioritairement par l'intermédiaire des mécanismes non spécifiques et formels, notamment par le jeu du marché des prises de contrôle, c'est-à-dire en privilégiant les mécanismes de défection. Ce système qui permet aux investisseurs de rompre plus facilement les relations établies avec la firme, aurait l'avantage, en étant plus flexible, de faciliter l'adaptation et l'innovation. Inversement, il serait censé imposer une vision court-termiste aux investisseurs et présenterait l'inconvénient de rigidifier le transfert des droits décisionnels, lequel (en dehors du

³⁸. Des arguments complémentaires inspirés de la même problématique peuvent être trouvés dans Berglöf et Perotti (1994). Ils portent principalement sur le système japonais.

³⁹. Pour une revue de cette littérature voir notamment Hart et Holmström (1987) et Holmström et Tirole (1989).

⁴⁰. Ce rôle déterminant des systèmes réglementaires et législatif est également mis en avant par Prowse (1995).

marché des prises de contrôle) reposerait le plus souvent sur une procédure formelle de nature judiciaire.

Dans les systèmes orientés-banque, les créanciers — c'est-à-dire principalement les banques commerciales — supportent une part plus importante du risque et détiennent les droits décisionnels sur un éventail plus large d'états de la nature défavorables. Dans la mesure où les banques possèdent également des actions, elles partagent également le risque dans les états favorables. Ce système permet d'avoir une croissance similaire à celle permise par les systèmes orientés-marchés, sans diluer trop fortement les droits décisionnels. Les investisseurs, en particulier, la banque principale si elle est également actionnaire, sont supposés avoir une influence importante sur les décisions des dirigeants ; la séparation propriété-décision est moins prononcée. Si la performance est insuffisante, les conflits se résolvent prioritairement de façon interne, par transfert des droits de décision à la banque commerciale qui est le principal créancier et éventuellement à un actionnaire important. De par les rigidités qu'il présente pour les investisseurs qui ne peuvent se désengager facilement, ce système permet de mieux préserver les relations contractuelles et informelles avec les autres *stakeholders*. La défection étant plus difficile, il privilégie la prise de parole comme mode disciplinaire et les réorganisations sont normalement moins coûteuses.

4.1.2. Les conséquences sur le système d'allocation du capital et sur la performance : les analyses de Porter (1992) et d'Allen (1993) :

Cette opposition entre systèmes orientés-marchés et orientés-banques est reprise par Porter (1992) et Allen (1993) qui discutent de leurs mérites respectifs, relativement à la fonction d'allocation du capital. Porter attribue en particulier le déclin relatif⁴¹ de l'économie américaine aux caractéristiques du marché externe des capitaux aux États-Unis. Ce dernier se caractérise par une forte mobilité du capital et une grande fluidité, grâce au rôle important joué par les investisseurs institutionnels qui détiennent plus de 50% du capital des sociétés. Selon Porter, le souci de diversifier et de garantir un caractère liquide à leurs portefeuilles, ainsi que l'asymétrie d'information à laquelle ils seraient soumis (notamment, du fait qu'ils ne siègeraient pas dans les conseils d'administration), entraîneraient ces investisseurs à exiger des performances à court terme. Cette contrainte court-termiste conditionnerait le mode d'évaluation et de gestion des dirigeants.

Inversement, dans le système germano-nippon, les actionnaires dominants dont les investissements sont significatifs et dont la présence est stable, recherchent la performance à long terme. Les relations croisées entre fournisseurs et clients favoriseraient également la coopération. L'implication importante des actionnaires dominants (qui sont souvent des banques)

⁴¹. Ce déclin et l'analyse de Porter sont cependant contestés par Prowse (1992).

dans le capital, les inciterait à exercer un contrôle étroit — d'autant plus efficace qu'il s'appuie sur un accès à l'information interne — et à influencer fortement les décisions managériales.

Cette analyse, complétée par celle du marché du capital interne (qui caractérise le mode d'allocation des fonds externes et internes entre les différents projets) de chacun des systèmes, conduit Porter à dégager les avantages et les inconvénients suivants pour les deux systèmes :

Tableau 2 : Comparaison des deux types de systèmes d'investissement (Porter 1992 , p.73)

États Unis	Japon et Allemagne
Capital fluide	Capital dédié
Rentabilité des investissements mesurable	"Sécuriser" la position de la firme
<ul style="list-style-type: none"> + Réallocation rapide des ressources + Capacité à saisir les opportunités émergentes + Rentabilité privée plus élevée + Marchés financiers pluralistes, plus équitables et mieux informés 	<ul style="list-style-type: none"> + Investissement agressif pour accroître la productivité dans les activités existantes + Diversification interne dans des activités liées + Rentabilité sociale plus élevée car les externalités sont mieux internalisées
<ul style="list-style-type: none"> – Tendance à sous-investir, en particulier dans les investissements incorporels – Encourage les acquisitions non-relées – Surinvestissement dans des sociétés à maturité avec opportunités d'investissement attractives – Recours aux prises de contrôle coûteuses comme forme principale de discipline 	<ul style="list-style-type: none"> – Tendance à surinvestir – Plus lent à pénétrer dans les activités émergentes, notamment <i>via</i> les "startups" – Inefficacités à l'intérieur des sociétés causées par l'absence d'incitations individuelles – Redéploiement du capital plus lent et plus difficile en dehors des activités non-rentables – Marchés financiers moins développés et moins informés

Allen complète et critique l'analyse de Porter en étudiant les qualités dynamiques de chacun des systèmes. En particulier, le caractère ouvert du système orienté-marchés (relativement au système orienté-banques) lui semble particulièrement performant pour financer les activités nouvelles, car il favorise la collecte d'informations et la formation d'un consensus sur la valeur *via* la cotation. Les marchés financiers incitent ainsi à la recherche d'informations et à la surveillance des décisions managériales. Ils influencent fortement l'allocation du capital en procurant une évaluation consensuelle, qui conditionne fortement les introductions en bourse et le marché des prises de contrôle. Ce rôle informationnel permet également de sanctionner les dirigeants sans attendre le résultat des investissements de long terme. Le caractère transitoire de la détention du capital ne lui apparaît pas être un handicap, car le caractère efficient des marchés financiers prend en

compte les perspectives de long terme ; l'information contenue dans les prix permet d'évaluer correctement les compétences des dirigeants.

A *contrario*, le système orienté-banques lui semble performant dans les activités traditionnelles en raison des avantages présentés par le financement bancaire pour garantir l'exécution des engagements à long terme de la firme, notamment vis à vis des salariés. Le défaut de ce système qui repose sur l'opinion d'un nombre beaucoup plus réduit d'agents, proviendrait de ses capacités informationnelles limitées pour évaluer les activités nouvelles. Le système orienté-marchés lui apparaît plus efficace dans la mesure où il suppose que la faiblesse des investissements à long terme de l'économie américaine provient d'une meilleure capacité à juger de la pertinence des projets. La performance supérieure des économies germano-nipponnes ne résulterait que de leur pouvoir incitatif vis à vis des dirigeants, provisoirement supérieur en raison d'une plus forte croissance, due au retard de ces deux économies sur l'économie américaine.

4.1.3.: L'opposition systèmes externes-marchés contre systèmes internes-comités : les analyses de Franks et Mayer (1992) et de Mayer (1994)

Frank et Mayer étudient l'organisation des fonctions de propriété et de décision des firmes dans les différentes nations. Leur typologie confirme l'opposition entre le système anglo-saxon et le système germano-nippon (encore qu'ils parlent plus particulièrement de système européen continental, plutôt que d'un système allemand). Trois caractéristiques opposent les deux systèmes. Le système anglo-saxon se caractérise par un grand nombre de sociétés cotées, un marché financier liquide où les droits de propriété et de décision font l'objet de transactions fréquentes et un faible nombre de holdings financiers permettant d'établir de nombreux liens intersociétés. Le premier système s'appuie sur un contrôle "externe" reposant sur trois types de mécanismes : la surveillance par les administrateurs externes, des mécanismes incitatifs pour les dirigeants et principalement, le marché des prises de contrôle. Le second système (dont l'analyse chez les deux auteurs ne repose que sur le cas de l'Allemagne) privilégie au contraire le contrôle par les comités, en l'occurrence, le conseil de surveillance qui accorderait un large pouvoir discrétionnaire aux dirigeants.

Le système des comités permettrait de résoudre les problèmes de financement rencontrés par les *stakeholders* pour accéder à la propriété formelle. Par exemple, les dirigeants et les employés qui investissent en capital humain spécifique à la firme, ne peuvent offrir ce capital en garantie pour se procurer les fonds nécessaires à l'acquisition des droits de propriété. Ces problèmes se résoudraient selon deux modes principaux : (1) en attribuant de préférence les droits de propriété aux *stakeholders* privilégiés, par exemple, les entreprises qui ont des activités liées et qui ont intérêt à entretenir des relations suivies avec la firme, ce qui favoriserait la stabilité du capital ; (2) en

faisant appel à une procédure d'évaluation des dirigeants s'apparentant à l'analyse bancaire d'une demande de crédit. Le système des comités permettrait ainsi de mieux défendre les intérêts des différents *stakeholders*, comparativement au système de marché préoccupé exclusivement de la sauvegarde des intérêts des actionnaires. Le système de marché serait préférable dans les activités qui reposent sur une évaluation subjective des projets et pour lesquelles l'évaluation de la qualité des employés et des dirigeants importe peu.

L'analyse de Mayer introduit des éléments complémentaires pour comparer le contrôle exercé par le marché financier *via* les prises de contrôle au Royaume-Uni et celui des firmes européennes. La concentration de l'actionnariat (rôle important des entreprises et des banques) dans le système continental entraîne la création de groupes conduisant ainsi à un contrôle qualifié "d'interne", car demeurant au sein du secteur des entreprises. Inversement, le contrôle de type anglo-saxon se situerait à l'extérieur de ce secteur, au sein du système financier dominé par les institutions financières non bancaires telles que les fonds de pension et les compagnies d'assurance-vie. Le mode de contrôle "interne au secteur des entreprises" présenterait l'avantage d'impliquer un grand nombre de *stakeholders* dans la décision et d'être plus consensuel. Le système de contrôle "externe" qui permet une transmission aisée des droits de propriété, offrirait une flexibilité importante, facilitant la restructuration de la propriété et la croissance externe. Il favoriserait le développement des firmes jeunes en forte croissance, les secteurs industriels spéculatifs et les changements de stratégie nécessitant une réallocation des droits de propriété. Inversement, il souffrirait de deux inconvénients. Premièrement, la séparation propriété/décision rendrait coûteux le financement par fonds propres en raison des coûts de signalisation qu'elle implique. Deuxièmement, la non-considération des intérêts des *stakeholders* (autres que les actionnaires) entraînerait des déficiences en matière de développement de produits (notamment pour ceux requérant une main d'oeuvre qualifiée) et de conquête de nouveaux marchés. En outre, le financement bancaire permettrait un financement plus facile des projets de grande taille.

4.1.4. Systèmes orientés-marchés contre systèmes orientés-réseaux : l'analyse de Moerland (1995)

Moerland distingue les nations caractérisées par des systèmes orientés-marché, c'est-à-dire les pays anglo-saxons et celles qui s'appuient sur des systèmes orientés-réseaux qui regroupent les pays germaniques, les pays latins et le Japon. Les systèmes orientés-marchés sont caractérisés par des marchés financiers développés, la présence de sociétés ouvertes avec un actionnariat dispersé et un marché des prises de contrôle actif. La séparation des fonctions de propriété et de décision, d'une part et celle des actionnaires et des créanciers, d'autre part, évoquées à plusieurs reprises, créent des conflits d'agence caractéristiques de ces systèmes.

Inversement, les systèmes orientés-réseaux se particularisent par des sociétés fermées, l'appartenance des sociétés à des groupes et une implication importante des banques dans le financement et le contrôle des sociétés. Précisons que si Moerland classe les systèmes latins dans les systèmes apparentés réseaux, il laisse entendre qu'ils constituent une forme hybride en raison de l'importance qu'ils accorderaient à la "souveraineté de l'actionnaire" et au faible rôle que joueraient les salariés dans les décisions. Par ailleurs, il insiste pour ces pays, sur l'importance du contrôle familial, des holdings financiers et bancaires et des participations croisées, ainsi que sur celle de l'intervention de l'État.

Il analyse en premier lieu, le fonctionnement de trois principaux mécanismes disciplinaires chargés de résoudre le conflit actionnaires externes/dirigeants : le marché des prises de contrôle, le contrôle par le conseil d'administration et le marché des dirigeants. Il conclut que le marché des prises de contrôle joue un rôle plus important dans les systèmes orientés-marchés, que les conseils d'administration ont plus de pouvoir dans les systèmes orientés-réseaux et enfin, que le marché des dirigeants offre une image mixte. Pour la discipline externe, il apparaît plus efficace dans le système orienté-marchés ; en revanche, la discipline liée à la mobilité interne est plus forte dans le système orienté-réseaux. En second lieu, son analyse du conflit actionnaires/créanciers le conduit à conclure que la séparation des deux rôles aux États-Unis crée des problèmes importants de renégociation en cas de défaillance. Inversement, la confusion des rôles en Allemagne et au Japon aboutit à une internalisation du conflit, qui se résout de façon moins coûteuse.

L'auteur dresse enfin un inventaire des avantages et des inconvénients des deux types de systèmes. Le système orienté-marchés présente l'avantage de constituer une menace permanente pour les dirigeants et d'être efficace pour allouer les ressources. Cependant, il présente des dangers de court termisme car, impliquant des risques importants de rupture des contrats implicites, il peut conduire à une baisse des investissements spécifiques. Il secrète également des coûts liés à la résistance des dirigeants des firmes-cibles et incite les dirigeants à mettre en oeuvre des stratégies de croissance externe pour mieux s'enraciner.

Les avantages du système orienté-réseaux sont les suivants : (1) en raison de l'imbrication des différents contrôles exercés par les différents apporteurs de ressources (qui peuvent être simultanément actionnaire, créanciers, membres du conseil d'administration, etc), les problèmes de *free-riding* liés à l'exercice du contrôle sont moins exacerbés que dans le système orienté-marchés, ce qui facilite la discipline des dirigeants ; (2) les coûts de restructuration en cas de défaillance sont réduits et (3) les coûts liés aux conflits actionnaires/créanciers sont plus faibles, les rôles étant souvent confondus. Ce système présente cependant des inconvénients : (1) les dirigeants et les

employés très protégés sont souvent fortement enracinés ; (2) l'allocation des capitaux étant moins efficace, le coût du capital est en conséquence plus élevé.

Enfin, l'auteur conclut en opposant les conceptions de la firme qui sous-tendent les deux systèmes. Dans le système orienté-marchés, la firme sociétale est conçue comme un instrument dont l'objectif est de maximiser la richesse des actionnaires, alors que dans le système alternatif, une vision organique de la firme, fondée sur l'idée de la coalition des différents *stakeholders* semble prévaloir. L'objectif serait alors la survie de la coalition. Cette distinction fondée sur les objectifs est fréquemment retenue (Yoshimori, 1995) ; la firme "moniste", dont le seul objectif est l'accroissement de la richesse des actionnaires s'oppose à la firme "pluraliste", au sein de laquelle les intérêts des différents *stakeholders* sont considérés simultanément. L'archétype de la firme moniste est la firme managériale anglo-saxonne ; inversement, la firme japonaise répond à une conception pluraliste. La firme allemande ou de l'Europe continentale est parfois qualifiée de dualiste, car elle prendrait en compte principalement les intérêts de deux catégories de *stakeholders*, les actionnaires et les salariés⁴².

4.2. Une synthèse critique

Les principales caractéristiques des deux systèmes peuvent être résumées dans le tableau suivant en tentant de les organiser en fonction de la distinction entre rôles préventif et curatif.

⁴². Ces différences de conception sont effectivement intégrées par les dirigeants. Yoshimori (1995) vérifie ce point à partir de questionnaires adressés aux dirigeants des différentes nations.

Tableau 3 : Les caractéristiques des deux principaux systèmes de gouvernement

DIMENSIONS	Système anglo-saxon orienté-marchés	Système germano-nippon orienté-réseaux
RÔLE PRÉVENTIF		
. actionnaires	Contrôle faible . Capital diffus et rôle généralement peu actif des institutionnels . Contrôle exercé principalement par des institutionnels (assurances, fonds de pension...) . Objectifs court-termistes . Contrôle passif fondé sur l'évolution du cours boursier (rôle informationnel du marché boursier)	Contrôle fort . Capital concentré avec actionnaires dominants . Participation fréquente des banques . Structure de participations croisées . Contrôle exercé plutôt par des acteurs industriels et la banque principale . Perspective à plus long terme . Contrôle actif plus axé sur le mode de direction et les décisions stratégiques
. créanciers	Contrôle passif . Endettement bancaire plus faible . Endettement par le marché important . Relation moins stable	Contrôle actif . Relation de long terme . Endettement important principalement bancaire . Importance du crédit interentreprises . Éventuellement association de la banque au capital
. salariés	Contrôle faible . À nuancer en fonction du pouvoir des syndicats	Contrôle fort . Représentation au CA . Implication dans la décision
. rôle du CA et des systèmes incitatifs	Contrôle faible . CA dominé par les dirigeants . Plus un rôle de conseil que de discipline . À nuancer selon la composition . Modes de rémunération normalement plus incitatifs liés à la performance sur fonds propres . contrôles plutôt sur les résultats et le cours	Contrôle plus fort . CA dominé par les principaux stakeholders . Présence des banquiers et des salariés . Réseaux d'administrateurs plus centralisés et denses . Contrôle à plus long terme, plus qualitatif et stratégique . Systèmes de rémunération moins incitatifs
RÔLE CURATIF		
. transfert des droits de propriété	. Relativement facile	. Plus difficile
. changement des dirigeants	. Conflictuel, plus ou moins facile selon l'enracinement . Par le marché des prises de contrôle . Entraîne plus de manoeuvres d'enracinement vis à vis de l'actionnariat . Importance du marché externe des dirigeants	. Apparemment plus facile . Souvent négocié à l'intérieur du "groupe" . Imposé de façon interne par les principaux stakeholders . Importance du réseau des dirigeants
. possibilité de sortie des stakeholders	. Plus facile	. Plus difficile (relations à long terme avec les banques et les salariés)
. mode de réorganisation	. Plus conflictuelle . Souvent de façon externe et légale	. Plus consensuelle, à l'intérieur du groupe . Rôle important de la banque principale
EN RÉSUMÉ	. Système principalement régulé par les différents marchés . Meilleur traitement de l'information . Faiblesse des mécanismes spécifiques . Système peu consensuel et coûteux en termes de coûts d'agence . Capacité préventive faible . Capacité curative plus forte mais coûteuse (prises de contrôle, mécanismes légaux)	. Système principalement régulé par les mécanismes spécifiques . Moins bon traitement de l'information . Système plus consensuel . Capacité préventive plus importante . Capacité curative moins importante compte tenu des rigidités liées au respect des relations à long terme
CONSÉQUENCES SUR LA PERFORMANCE ÉCONOMIQUE	. Meilleure allocation du capital intersectorielle . Politique d'investissement sous-optimale . Meilleure flexibilité et adaptabilité . Favorise le court-termisme . Favorable aux activités nouvelles	. Plus rigide . Favorise la coopération et l'investissement à long terme . Favorable aux activités traditionnelles

Chaque système présente simultanément des avantages et des inconvénients, ce qui explique la survivance de deux formes correspondant à deux types d'équilibre organisationnel. Le système orienté-réseaux permet une meilleure prévention ; inversement, l'efficacité curative apparaît plus forte dans le système anglo-saxon. Sur les deux dimensions, les systèmes orientés-réseaux semblent préférables et paraissent en outre apparemment plus équitables dans la répartition des gains de la croissance. Le partage du pouvoir décisionnel et du risque entre plusieurs catégories de *stakeholders*, propre à la firme pluraliste, pourrait en garantissant une meilleure cohésion organisationnelle, conduire à une plus grande efficacité, c'est-à-dire à un meilleur potentiel de survie.

Cette caractérisation des deux systèmes appelle un certain nombre de remarques :

(1) L'opposition présentée porte principalement sur le système de gouvernement des grandes entreprises complexes au sens de Fama et Jensen (1983 a et b), qui aux États-Unis revêtent la forme de firmes managériales, caractérisées par une séparation importante des fonctions de propriété et de décision. Pour les sociétés de plus petite taille, le contrôle du capital par l'actionariat familial reste prédominant et le rôle des mécanismes non spécifiques se renforce ;

(2) L'assimilation des systèmes allemands et japonais est hâtive et contestable. Yoshimori (1995 b) montre que les mécanismes, notamment la discipline exercée par les banques agissent relativement différemment et que le caractère consensuel est plus affirmé au Japon ;

(3) Les systèmes latins évoqués par Moerland, en particulier le système français, mériteraient une analyse spécifique en raison de certaines caractéristiques particulières liées notamment au rôle de l'État, à celui du crédit interentreprises, à la participation des salariés au capital et à la prise de décision, au rôle des banques et aux spécificités du marché des dirigeants ;

(4) L'analyse présentée néglige de nombreux systèmes évoqués dans la première section, qui jouent vraisemblablement un rôle important dans le système de gouvernement, en particulier les mécanismes formels à caractère législatif et les mécanismes informels spécifiques ou non. L'articulation entre le politique et l'économique et la production des réglementations qui constituent une partie importante des mécanismes de gouvernement méritent des investigations particulières (Grundfest, 1990 ; Pound, 1992).

(5) Dans les systèmes orientés-réseaux ou banques, le contrôle apparaît reposer sur un nombre limité d'agents. La question du contrôle des "contrôleurs", illustrée par exemple en France par la crise du Crédit Lyonnais, ne manque pas de se poser. Dans ce dernier cas, le contrôle de l'État s'est révélé particulièrement défaillant. Plus particulièrement, le rôle de surveillance attribué à

la banque principale, entraîne un risque d'opportunisme de cette dernière, qui peut abuser de son accès privilégié à l'information et de sa capacité d'analyse supérieure pour suspendre sa relation de crédit avec la firme avant les autres créanciers. Ce type de comportement peut provoquer la défaillance. Inversement, si la banque est sanctionnée en cas de suspension de la relation de crédit, il peut en découler une survie artificielle de la firme. De nombreuses banques françaises se trouvent ainsi faire face au dilemme, soit suspendre abusivement le crédit, soit le poursuivre à tort⁴³ ;

(6) De nombreuses conclusions restent fragiles, faute de données suffisantes ou d'analyse précise du fonctionnement des différents mécanismes. Par exemple, il est difficile d'évaluer précisément le degré d'enracinement des dirigeants et la possibilité de les remplacer. Les opinions des auteurs apparaissent relativement contradictoires et rien ne permet d'affirmer que les situations des dirigeants soient plus précaires (ou moins précaires) dans le système orienté-réseaux que dans le système alternatif. Cet aspect est difficilement vérifiable sans un travail approfondi, car dans le système orienté-réseaux, le remplacement se fait souvent de façon négociée et par conséquent, est moins facilement détectable que dans le système orienté-marché ;

(7) Des dimensions telles que la robustesse, l'adaptabilité et la cohérence des différents systèmes n'ont pas été étudiées. Le système orienté-réseaux est vraisemblablement plus cohérent et robuste, mais moins adaptable en cas de choc brutal. Une analyse approfondie reste cependant à faire ;

(8) L'évaluation de la performance macro-économique est contestable et demande également à être étayée⁴⁴. Cette notion apparaît très ambiguë et contingente au type de *stakeholder* concerné. L'évolution du PNB par habitant est un critère insuffisant ; des indicateurs comme le taux de chômage, qui d'une certaine façon est représentatif de la destruction du capital humain sont vraisemblablement à prendre en compte. Sur ce point, l'analyse des systèmes latins mériterait une analyse spécifique vu l'importance de ce taux dans ces pays, qui semble révéler une faiblesse de la discipline exercée par les salariés. De même, le taux d'inflation peut s'interpréter comme un indicateur de spoliation des investisseurs à condition que le taux réalisé soit supérieur au taux prévu et qu'aucun mécanisme automatique d'indexation des revenus n'intervienne ;

(9) Le fait de constater l'existence de deux grandes formes de gouvernement des entreprises ne permet pas de comprendre leur origine. Ces deux types de structures présentant chacune des avantages et des inconvénients et offrant une capacité de survie évidente, rien ne permet de dire *a priori* qu'une forme est supérieure à l'autre sur le long terme et qu'elle va s'imposer pour des

⁴³. Aoki (1995) suggère des mécanismes pour résoudre ce problème de risque moral.

raisons d'efficacité. L'étude historique des formes de gouvernement peut aider à mieux cerner les propriétés et les facteurs qui ont contribué à les faire évoluer. Les rares explications avancées jusqu'à présent mettent en avant les facteurs réglementaires (Berglöf, 1990 ; Prowse, 1994) et culturels. Aoki (1995) pose l'hypothèse que le système japonais résulte à la fois de facteurs institutionnels implicites tels que les normes sociales et les accords de réciprocité (c'est-à-dire, selon notre grille des éléments spontanés) et de facteurs intentionnels, assimilés à l'intervention de la puissance publique, ayant pour objectif la modification du système institutionnel⁴⁵. S'il est indéniable que ces facteurs jouent, il est difficile de conclure de façon définitive. L'approche systémique que nous avons retenue, les considère en outre comme des éléments endogènes. Si on adopte une explication fondée sur le principe d'efficacité et de minimisation des coûts de transaction, la production de réglementation et la création des normes culturelles s'interprètent comme des moyens de réduction des coûts de transactions. Cette approche cependant est critiquable, des explications alternatives en termes de recherches de pouvoir différentiel pouvant à l'évidence être proposées.

4.3. Quelle peut-être l'évolution des différents systèmes?

L'interpénétration des différentes économies nationales, due notamment à la globalisation des marchés, la mondialisation de l'allocation des capitaux, la concurrence que se livrent les différentes nations et leurs gouvernements respectifs pour attirer les capitaux, font que les différents systèmes s'influencent nécessairement et évoluent⁴⁶. En particulier, sous la pression de la concurrence internationale, les environnements législatifs et réglementaires tendent à se modifier⁴⁷ et apparemment à converger. Aoki (1995) en analysant plus particulièrement le cas de la firme japonaise, s'interroge sur les évolutions qu'est susceptible de connaître son système de gouvernement. Il propose quatre scénarii :

(1) *la convergence des deux systèmes* qui résulterait d'une part, de certaines similitudes actuelles des deux systèmes en termes de pouvoir incitatif et d'autre part, des évolutions en cours. Ainsi, le rôle décroissant de la banque principale au Japon, les contraintes apportées à l'exercice des prises de contrôle et le renforcement de l'interventionnisme des investisseurs institutionnels dans le système anglo-saxon, contribueraient au rapprochement des deux systèmes ;

⁴⁴. Jensen (1993) montre toutefois relativement précisément les erreurs de politique d'investissement, notamment en matière d'investissement en R&D de certaines firmes américaines.

⁴⁵. Pour une analyse plus générale, voir North (1990).

⁴⁶. Prowse (1995) et Yoshimori (1995) donnent des exemples d'évolution du contexte réglementaire et institutionnel.

(2) *l'incompatibilité des deux systèmes*. L'introduction de mécanismes empruntés au système concurrent induirait une déstabilisation. Pour lutter contre les effets de cette dernière, il serait nécessaire que les pouvoirs politiques interviennent en mettant en oeuvre une politique isolationniste ;

(3) *la disparition d'un des systèmes* qui suppose que l'autre s'impose. Par exemple, la globalisation en modifiant les normes culturelles japonaises et les pratiques de réciprocité et en imposant les valeurs individualistes occidentales entraînerait la disparition du système japonais. Comme le souligne Aoki, le système anglo-saxon l'emporterait, non pas parce qu'il est le plus efficace mais parce qu'il est à même d'imposer ses conceptions culturelles⁴⁸ ;

(4) *l'émergence d'une forme hybride* conduisant à une efficacité plus grande. Cette forme serait associée à l'émergence d'un cadre institutionnel commun. Ce dernier pourrait résulter d'une évolution spontanée, mais également des interventions réglementaires des différents états. La création de la communauté européenne constitue un tel exemple de création qui montre la complexité d'une telle démarche ;

Il est difficile *a priori* de prédire le scénario le plus probable. Tout dépendra en particulier, des mesures réglementaires adoptées⁴⁹. Faute d'une théorie élaborée permettant de véritablement comprendre le fonctionnement des systèmes organisationnels, l'ingénierie des systèmes de gouvernement n'est pas sans risque. Les conséquences non intentionnelles de mesures réglementaires et législatives peuvent se révéler particulièrement déstabilisantes dans certains contextes. La réforme d'un système de gouvernement des entreprises comme le montrent à l'évidence les difficultés rencontrées pour réformer les économies des anciennes nations du bloc communiste, est particulièrement complexe.

Conclusion

Le champ d'investigation correspondant au thème du gouvernement des entreprises et plus généralement de celui des organisations, comme en témoignent les développements précédents, apparaît particulièrement vaste et complexe. Les questions irrésolues y sont nombreuses et

⁴⁸. Cette analyse oppose deux facteurs déterminants, le facteur culturel et le facteur économique. Hamilton et Biggart (1988) proposent dans une perspective socio-économique un troisième facteur d'évolution des systèmes organisationnels, les relations d'autorité qui se sont développées historiquement entre les individus et les institutions. Leur analyse d'inspiration sociologique rejoint les considérations d'"embedness" développées notamment par Granovetter (1985, 1994). Ils montrent en comparant l'évolution des systèmes économiques au Japon, en Corée et à Taiwan que les explications économiques et culturelles sont insuffisantes et qu'il est nécessaire de prendre en compte cette troisième dimension pour parvenir à un schéma explicatif pertinent.

⁴⁹. Voir par exemple les mesures qui sont préconisées par Porter (1992), Jensen (1993) et Sykes (1994) dans les contextes américains et britanniques.

importantes, et il apparaît que même la simple connaissance descriptive des systèmes de gouvernement reste superficielle et insuffisante. En particulier, aucune recherche approfondie ne semble avoir été faite sur le système de gouvernement des entreprises en France. On ne dispose que de quelques éléments épars, portant sur des mécanismes très ponctuels tels que par exemple, le conseil d'administration ou les prises de contrôle, sans qu'aucune réflexion théorique générale n'ait été véritablement tentée⁵⁰.

Le danger serait, comme nous espérons l'avoir montré, de se limiter d'une part à des questions très étroites, telles que par exemple, le fonctionnement des assemblées d'actionnaires et du conseil d'administration et d'autre part, à une approche mono-disciplinaire. Dans le premier cas, l'ignorance du caractère systémique du gouvernement ne pourrait aboutir qu'à une compréhension erronée des phénomènes et plus gravement, à l'adoption de mesures inefficaces, voire dommageables. Dans le second cas, la compréhension des phénomènes ne pourrait être que très partielle et superficielle. Nous pensons en particulier, que toutes les problématiques d'investigation peuvent être productives qu'il s'agisse de modélisation, d'approches inductives, de description comparée des systèmes, d'études historiques, sociologiques, juridiques...L'interdisciplinarité dans ce domaine semble indispensable.

BIBLIOGRAPHIE

- AGHION, Ph. , BOLTON, P. : An 'incomplete contract' approach to bankruptcy and the financial structure of the firm, *Review of Economic Studies*, Vol. 59, 1992.
- AGHION, Ph., HART, O., MOORE, J. : The economics of bankruptcy reform, *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol.8, n°3, 1992.
- ALBERT, M. : *Capitalisme contre capitalisme*, Éditions du Seuil, 1991.
- ALLEN, F. : Strategic management and financial markets, *Strategic Management Journal*, Vol.14, 1993.
- AOKI, M. : A model of the firm as a stockholder-employee cooperative game, *American Economic Review*, Vol.70, n°4, Septembre 1980.
- AOKI, M. : *The co-operative game theory of the firm*, Oxford University Press, 1984.
- AOKI, M. : The Japanese firm as a system of attributes : a survey and research agenda, *Revue d'Économie Industrielle*, n° exceptionnel, hors-série, 1995.
- BAUER, M. : Grands patrons, capital, État et entreprise : les 200 "révèlent...", *Sociologie du Travail*, 1988.
- BAUER, M., COHEN, E. : *Qui gouverne les groupes industriels? Essai sur l'exercice du pouvoir du et dans le groupe industriel*, Seuil, 1981.
- BERGLÖF, E. : Capital structure as a mechanism of control : a comparison of financial systems, in M. AOKI, B. GUSTAFSSON et O.E. WILLIAMSON, *The firm as a nexus of treaties*, Sage, 1990.
- BERGLÖF, E. , PEROTTI, E. : The governance structure of the Japanese financial keiretsu, *Journal of Financial Economics*, Vol. 36, 1994.
- BERLE, A., MEANS, G. : *The modern corporation and private property* (2ème éd. 1956), New York, MacMillan, 1932.

⁵⁰. On mentionnera cependant l'ouvrage d'Albert (1991).

- BERTALANFY, L. : General system theory, G. Braziller, 1968, traduction française, Théorie générale des systèmes, Dunod, 1973.
- BOUCHIKHI, A. : Structuration des organisations et compétitivité : un point de vue constructiviste, in M. INGHAM (ed.) : Management stratégique et compétitivité, De Boeck Université, 1995.
- BOUDON, R. , BOURRICAUD, F. : Dictionnaire critique de la sociologie, P.U.F., 1982.
- BRETON, A. et WINTROBE, R. : The logic of bureaucratic conduct, Cambridge University Press, 1982.
- BROUSSEAU, E. : L'économie des contrats, P.U.F., 1993.
- BURT : Corporate profits and cooptation : networks of market constraints and directorate ties in the american economy, Academic Press, 1983.
- CASTANIAS, R.P. et HELFAT, C.E. : Managerial and windfall rents in the market for corporate control, Journal of Economic Behavior and Organization, Vol.18, 1992.
- CHARREAUX, G. : La théorie positive de l'agence : une synthèse de la littérature, in G. CHARREAUX et al., De nouvelles théories pour gérer l'entreprise, Economica, 1987.
- CHARREAUX, G. : La théorie des transactions informelles : une synthèse, Economies et Sociétés, Série Sciences de gestion, n°15, 1990.
- CHARREAUX, G. : Structure de propriété, relation d'agence et performance financière, Revue Economique, Vol.42, 1991.
- CHARREAUX, G. : Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise, Revue d'Économie Financière, n°31, Hiver 1994.
- CHARREAUX, G. : Mode de contrôle des dirigeants et performance des firmes, Revue d'Économie Industrielle, n° exceptionnel, hors-série, 1995.
- CHARREAUX, G., PITOL-BELIN, J.P. : Le conseil d'administration, Vuibert, 1990.
- CHARREAUX, G., PITOL-BELIN, J.P. : La théorie contractuelle des organisations : une application au conseil d'administration, Economies et Sociétés - Série Sciences de Gestion, n°6, 1985.
- COLEMAN, J.S. : Social capital in the creation of human capital, American Journal of Sociology, Vol.94, supplément spécial Organizations and Institutions, 1988.
- COLEMAN, J.S. : Constructed organization : first principles, Journal of Law, Economics, and Organization, Vol.7, n° spécial, 1991.
- CYERT, J.L., MARCH, J. : A behavioral theory of the firm, Prentice Hall, 1963.
- DEMB, NEUBAUER : The corporate board : confronting the paradoxes, Oxford University Press, 1992.
- DIAMOND, D.W. : Financial intermediation and delegated monitoring, Review of Economic Studies, Vol.51, 1984.
- DIAMOND, D.W. : Monitoring and reputation : the choice between bank loans and directly placed debt, Journal of Political Economy, Vol.99, 1991.
- EISENHARDT, K.M. : Control : organizational and economic approaches, Management Science, Vol.31, 1983.
- EISENHARDT, K.M. : Agency theory : an assessment and review, Academy of Management Review, Vol.14, 1989.
- FAMA, E. F. : Agency problems and the theory of the firm, Journal of Political Economy, Vol.88, 1980.
- FAMA, E.F. : What's different about banks?, Journal of Monetary Economics, Vol.15, 1985.
- FAMA, E.F. : Contract costs and financing decisions, Journal of Business, Vol.63, 1990.
- FAMA, E. F. , JENSEN, M.C. : Agency problems and residual claims, Journal of Law and Economics, Vol.26, 1983 a .
- FAMA, E. F. , JENSEN, M.C. : Separation of ownership and control, Journal of Law and Economics, Vol.26, 1983 b .
- FANTO, J.A. : The transformation of French corporate governance and United States institutional investors, Brooklyn Journal of International Law, Vol.21, 1995.
- FRANKS, J. , MAYER, C. : Capital markets and corporate control : a study of France, Germany and the UK, Economic Policy, 1990.

- FRANKS, J. , MAYER, C. : A synthesis of the international evidence, papier de recherche, London Business School et City University Business School, 1992.
- FRIEDBERG, E. : Le pouvoir et la règle, Seuil, 1993.
- FURTADO, E.P.H. , KARAN, V. : Causes, consequences, and shareholder wealth effects of management *turnover* : a review of the empirical evidence, Financial Management, Été 1990.
- GODARD, L. : Conseil d'administration, stratégie et performance financière, thèse de doctorat, Université de Bourgogne, IAE Dijon, 1996.
- GRANOVETTER, M. : Economic action and social structure : the problem of embeddedness, American Journal of Sociology, Vol.91, n°3, 1985.
- GRANOVETTER, M. : Les institutions économiques comme constructions sociales : un cadre d'analyse, in A. ORLÉAN, Analyse Économique des Conventions, P.U.F., 1994.
- GROSSMAN, S. , HART, O. : The costs and benefits of ownership : a theory of vertical and lateral integration, Journal of Political Economy, Vol. 94, 1986.
- GRUNDFEST, J.A. : Subordination of American capital, Journal of Financial Economics, Vol.27, 1990.
- HAMILTON, G.G., BIGGART, N. : Market, culture and authority : a comparative analysis of management and organizations in the Far East, American Journal of Sociology, Vol.94, supplément spécial Organizations and Institutions, 1988.
- HANSMANN, H. : Ownership of the firm, Journal of Law, Economics and Organization, Vol.4, n°2, Automne 1988.
- HAYEK, F.A. : Law, legislation and liberty, Routledge & Kegan, 1973, traduction française, Droit, Législation et Liberté, P.U.F., 1980.
- HILL, C.W.L., JONES, T.M. : Stakeholder-agency theory, Journal of Management Studies, Vol.29, n°2, Mars 1992.
- HIRSCHMAN, A.O. : Exit, voice and loyalty, Harvard University Press, 1970, traduction française, Face au déclin des entreprises et des institutions, Les Éditions Ouvrières, Éditions Économie et Humanisme, 1972.
- HOFSTEDE, G. : Le sens et les aspects de la culture dans le management international, in Ph. HERMEL (ed.) : Management européen et international, Economica, 1993.
- HOLSTROM, B. R., MILGROM, P. : Multitask principal-agent analyses : incentive contracts, asset ownership, and job *design*, Journal of Law, Economics, and Organization, Vol.7, n° spécial, 1991.
- HOMSTROM, B.R., TIROLE, J. : The theory of the firm, in R. SCHMALENSEE et R.D. WILLIG, Handbook of Industrial Organization, Vol.1, Elsevier Science Publishers, 1989.
- JENSEN, M.C. : Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, American Economic Review, Papers and proceedings, 1986.
- JENSEN, M.C. : The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, Journal of Finance, Vol.48, 1993.
- JENSEN, M.C., MECKLING, W.H. : Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics, Vol.3, 1976.
- JONES, G.R. : Transaction costs, property rights, and organizational culture : an exchange perspective, Administrative Science Quarterly, Vol.28, 1983.
- KREPS, D.M. : Corporate culture and economic theory, in J. ALT et K. SHEPSLE (eds), Perspectives on positive political economy, Cambridge University Press, 1990.
- LANNOO, K. : Le gouvernement d'entreprise en Europe, Revue d'Économie Financière, n°31, Hiver 1994.
- MAYER, C. : Stock markets, financial institutions, and corporate performance, in N.H. DIMSDALE et M. PREVEZER, Capital markets and *corporate governance*, Clarendon Press, 1994.
- MÉNARD, C. : L'économie des organisations, Repères, La Découverte, 1990.
- MILGROM, P. , ROBERTS, J. : An economic approach to influence activities in organizations, American Journal of Sociology, Vol.94, supplément spécial Organizations and Institutions, 1988.

- MILGROM, P. , ROBERTS, J. : Bargaining costs, influence costs, and the organization of economic activity, in J. ALT et K. SHEPSON (eds), *Perspectives on positive political economy*, Cambridge University Press, 1990.
- MILGROM, P. , ROBERTS, J. : *Economics, organization and management*, Prentice Hall, 1992.
- MINTZBERG, H. : *Power in and around organizations*, Prentice-Hall, 1983, traduction française, *Le pouvoir dans les organisations*, Les Editions d'Organisation, 1986.
- MOERLAND, P.W. : Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol.26, 1995.
- NORTH, D. : *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge University Press, 1990.
- OUCHI, W. : A conceptual framework for the design of organization control mechanisms, *Management Science*, Vol.25, 1979.
- PAQUEROT, M. : *Stratégies d'enracinement des dirigeants et prises de contrôle d'entreprises*, thèse de doctorat, Université de Bourgogne, IAE Dijon, 1996.
- PAILOT, Ph. : *L'articulation entre l'évolution de la firme et l'évolution du dirigeant dans un contexte de changement : de l'emprise au deuil — approche qualitative inductive basée sur la méthode biographique*, thèse de doctorat, Université de Lille I, IAE, 1995 a.
- PAILOT, Ph. : *La succession managériale : un état des lieux*, Université de Lille I, IAE, 1995 b.
- PIGÉ, B. : *Motivations des dirigeants et performance de l'entreprise*, Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Bourgogne, IAE Dijon, 1993.
- PORTER, M.E. : *Capital disadvantage : America's failing capital investment system*, *Harvard Business Review*, Septembre-Octobre 1992.
- POUND, J. : *Beyond takeovers : politics come to corporate control*, *Harvard Business Review*, Vol.70, 1992.
- PRAHALAD, C.K. : *Corporate governance or corporate value added? : rethinking the primacy of shareholder value*, *Journal of Applied Corporate Finance*, Hiver 1994.
- PREVEZER, M. , RICKETTS, M. : *Corporate governance : the UK compared with Germany and Japan*, in N.H. DIMSDALE et M. PREVEZER, *capital markets and corporate governance*, Clarendon Press, 1994.
- PROWSE, M. : *Is America in decline?*, *Harvard Business Review*, Juillet-Août 1992.
- PROWSE, S. : *Corporate governance : comparaison internationale*, *Revue d'Économie Financière*, n°31, Hiver 1994.
- REDIKER, K.J., SETH, A. : *Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms*, *Strategic Management Journal*, Vol. 16, 1995.
- ROE, M.J. : *Some differences in corporate governance in Germany, Japan and America*, in BAUMS, BUXBAUM et HOPT, *Institutional investors and corporate governance*, De Gruyter, 1994.
- SETH, A., THOMAS, H. : *Theories of the firm : implications for strategy research*, *Journal of Management Studies*, Mars 1994.
- SHLEIFER, A. , SUMMERS, L. : *Breach of trust in hostile takeovers*, in A. AUERBACH (ed.), *Corporate Takeovers : Causes and consequences*, University of Chicago Press, 1988.
- SHLEIFER, A. , VISHNY, R.W. : *Value maximization and the acquisition process*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.2, 1988.
- SHLEIFER, A. , VISHNY, R.W. : *Management entrenchment : the case of manager specific investments*, *Journal of Financial Economics*, Vol.25, 1989.
- SHLEIFER, A. , VISHNY, R.W. : *Takeovers in the '60s and the '80s : evidence and implications*, *Strategic Management Journal*, Vol.12, 1991.
- STIGLITZ, J.E. : *Credit markets and the control of capital*, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.17, 1985.
- STIGLITZ, J.E. , EDLIN, A ;S. : *Discouraging rivals : managerial rent seeking and economic insufficiencies*, NBER Working paper series, n°4145, 1992.
- SYKES, A. : *Proposals for a reformed system of corporate governance to achieve internationally competitive long-term performance*, in N.H. DIMSDALE et M. PREVEZER, *capital markets and corporate governance*, Clarendon Press, 1994.

- THIVEAUD, J.M. : De la gouvernance des grandes sociétés, Revue d'Économie Financière, n°31, Hiver 1994.
- WILLIAMSON, O.E. : The economics institutions of capitalism, Free Press, 1985.
- WILLIAMSON, O.E. : Corporate finance and *corporate governance*, Journal of Finance, Vol.43, 1988.
- WILLIAMSON, O.E. : Spontaneous and intentional governance, Journal of Law, Economics, and Organization, Vol.7, n° spécial, 1991 a.
- WILLIAMSON, O.E. : Comparative economic organization : the analysis of discrete structural alternatives, Administrative Science Quarterly, Vol.36, 1991 b .
- WILLIAMSON, O.E. : Strategizing, economizing, and economic organization, Strategic Management Journal, Vol.12, 1991 c.
- WILKINS, A.L. , OUCHI, W.G. : Efficient cultures : exploring the relationship between culture and organizational performance, Administrative Science Quarterly, Vol.28, 1983.
- YOSHIMORI, M. : *Corporate governance* in Japan, 1995, papier de recherche à paraître dans les publications du German Institute of Japanese Studies.
- YOSHIMORI, M. : Whose company is it? The concept of the corporation in Japan and the West, Long Range Planning, Vol.28, 1995.