

# Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale

---

Gérard CHARREAUX

Philippe DESBRIÈRES

*Université de Bourgogne*

*Correspondance :*

IAE Dijon

2, Boulevard Gabriel

21 000 Dijon

Tél. : 03.80.39.54.35. Fax : 03.80.39.54.88.

Email : gcharrea@satie.u-bourgogne.fr

*Résumé :* Considérant que la mesure actionnariale de la valeur est trop restrictive pour construire une théorie pertinente de la gouvernance des entreprises, nous proposons une définition élargie de la valeur créée, la valeur partenariale. Cet élargissement et la mesure qui lui est associée sont conformes à la vision pluraliste de la firme et permettent de mieux comprendre les mécanismes de création et de partage de la valeur en relation avec l'ensemble des parties prenantes qui concourent au fonctionnement de la firme.

*Mots-clés :* valeur actionnariale – valeur partenariale – gouvernance des entreprises – création de valeur – partage de la valeur.

*Abstract :* Unsatisfied with the dominating shareholders' view, that we find unfitted to build a relevant theory of corporate governance, we propose an enlarged definition of the value which may be called, the stakeholder value. This definition and the associated measure are supposed to be more fitted to the stakeholder view of the firm and more relevant to understand the value creation and sharing mechanisms.

*Key words :* shareholder value – stakeholder value – corporate governance – value creation – value sharing.

---

Une version préliminaire de cet article a été présentée aux XIV<sup>e</sup> Journées nationales des IAE, Nantes, 1998 et publiée dans les actes de ce colloque, Tome 1, Valeur, marché et organisation, Presses Académiques de l'Ouest, p. 73-96, sous le titre « Gouvernement des entreprises et création de valeur ».

*Finance Contrôle Stratégie – Volume 1, N° 2, juin 1998, p. 57 – 88.*

Affirmer que la création de valeur dépend du système de gouvernance des entreprises (désormais GE) semble relever du truisme, au vu des écarts de performances existant entre les firmes des différentes nations et, plus immédiatement, entre les PME et les grandes firmes cotées. Les mécanismes par lesquels se fait cette liaison sont cependant loin d'être totalement compris et l'élaboration d'une grille explicative semble particulièrement complexe. Il est vraisemblable que des systèmes différents, de par les compromis opérés entre les mécanismes composant le système de GE, puissent finalement conduire à des performances équivalentes, rendant ainsi ambiguë la mise en évidence de schémas précis de causalité, selon le principe d'équifinalité<sup>1</sup>.

La construction d'une telle grille suppose de définir préalablement ce qu'on entend par création de valeur et par système de GE. Les mesures telles que l'*Economic Value Added* (EVA) ou la *Market Value Added* (MVA)<sup>2</sup>, simples avatars de la valeur actualisée nette, popularisées depuis une décennie par certaines sociétés de conseil, telles que Stern Stewart & Co ou McKinsey, reposent sur l'hypothèse traditionnelle que tous les apporteurs de facteurs de production – à l'exception des actionnaires – sont rémunérés à leur coût d'opportunité (supposé le plus souvent égal au prix du facteur établi sur un marché concurrentiel). Les actionnaires, créanciers résiduels exclusifs, étant les seuls apporteurs de ressources à recevoir la rente créée par la firme, la valeur créée n'est alors que la mesure de la rente qu'ils perçoivent. Cette représentation de la valeur – la valeur actionnariale – orientée sur les seuls actionnaires, d'une part est incomplète, car les décisions de la firme entraînent des conséquences pour l'ensemble des *stakeholders*<sup>3</sup> (désormais SH), et la notion de valeur créée doit être à même, selon le principe

---

<sup>1</sup> Selon L. Von Bertalanfy [1968] l'équifinalité est une propriété des systèmes ouverts selon laquelle l'état final d'équilibre peut être atteint à partir de différentes conditions initiales et de diverses façons. Appliqué à la performance organisationnelle, ce principe signifie que des organisations structurées différemment peuvent parvenir au même niveau de performance, même si elles sont confrontées au même environnement [C. Gresov, R. Drazin 1997].

<sup>2</sup> L'EVA ou valeur ajoutée économique est égale à la différence entre le résultat économique après impôt obtenu et le coût moyen pondéré du capital et la MVA, à la valeur de marché des capitaux investis [capitaux propres et dettes financières) diminuée de la valeur comptable de ces mêmes capitaux. La MVA est en fait très proche du Q de Tobin qui est égal au rapport de la valeur de marché des capitaux investis à la valeur de remplacement des actifs (approximée le plus souvent par la valeur comptable).

<sup>3</sup> En principe, au sens le plus large, les *stakeholders* représentent l'ensemble des agents dont l'utilité est affectée par les décisions de la firme. Les traductions les plus fréquemment rencontrées de ce terme sont respectivement « parties prenantes » ou « partenaires ».

d'efficacité, de prendre en compte l'intégralité de ces dernières [P. Milgrom, J. Roberts 1992]. D'autre part, et surtout, en se focalisant sur les seuls actionnaires et sur les modalités des contrôles qu'ils exercent sur les dirigeants, elle ne permet pas à notre sens d'identifier de façon satisfaisante les mécanismes de création de valeur, en liaison avec certaines des représentations théoriques récentes de la firme. En particulier, elle semble incompatible avec la représentation contractuelle, selon laquelle la firme est un nœud de contrats entre les différents SH, actionnaires, mais également, créanciers, salariés, dirigeants, clients, fournisseurs, pouvoirs publics, etc., ou celle selon laquelle, la firme constitue un jeu coopératif entre les différents SH [M. Aoki 1984].

Dans la mesure où la notion de valeur créée ne se réduit pas à la seule transaction entre la firme et les actionnaires, l'analyse du processus de création de valeur, en liaison avec le système de GE, ne se limite pas à la seule relation avec les actionnaires et à l'étude de l'influence du contrôle exercé par ces derniers sur les dirigeants. Cet aspect, souvent mis au centre tant de la littérature sur la création de valeur que de celle sur le GE, nous semble d'une part, revêtir une importance excessive due à la prédominance du modèle anglo-saxon et à un parti-pris idéologique évident et d'autre part, freiner le développement d'une recherche approfondie sur le lien qui unit les mécanismes de création de la valeur et les systèmes de GE. Il conduit également à une appréhension biaisée du fonctionnement des firmes et de la création de valeur dans les modèles européens ou japonais, fondés sur une approche pluraliste de la firme [M. Albert 1991 ; M. M. Blair 1995 ; M. Yoshimori 1995] qui s'oppose à celle moniste de type anglo-saxon, où seuls les intérêts des actionnaires sont pris en considération.

A. Shleifer et R. W. Vishny [1996] définissent le champ du GE, comme l'étude des procédés par lesquels les apporteurs de capitaux – réduits aux seuls apporteurs de capital financier – garantissent la rentabilité de leur investissement. Nous préférons à cette définition celle selon laquelle, le système de GE recouvre l'ensemble des mécanismes qui gouvernent la conduite des dirigeants et délimitent leur latitude discrétionnaire [G. Charreaux 1997]. Cette dernière définition, plus large, d'une part recouvre la précédente et d'autre part, présente l'avantage d'attribuer au dirigeant le rôle d'acteur central (mais non unique) dans le processus de création de valeur.

L'objectif de cet article est en conséquence de proposer, dans un premier temps, une définition de la valeur créée – la « valeur partenariale » – et une mesure associée, qui s'accordent à la vision plurielle de la firme, nœud contractuel ou centre des différents jeux organisationnels. Dans un second temps, et en accord avec cette me-

sure élargie de la valeur créée et la définition du domaine du GE retenue, nous suggérerons quelques éléments susceptibles de renouveler la lecture du processus de création de valeur en liaison avec le système de GE. Nous insisterons, en particulier, *via* les problèmes de répartition de la valeur créée, sur l'incidence des arrangements qui régissent l'apport des différentes ressources sur le processus d'investissement. Cependant, cette interdépendance entre « financement » et investissement ne sera pas perçue exclusivement, comme dans la plupart des développements de la littérature financière récente, au travers de l'apport des seuls capitaux financiers, mais également en faisant intervenir, conformément à la mesure partenariale de la valeur, les autres apporteurs de ressources, notamment les salariés.

## 1. Vision pluraliste de la firme et valeur partenariale

Dans l'approche financière traditionnelle, la valeur créée est égale à la rente reçue par les actionnaires. En termes de taux, la rente correspond à ce qu'ils perçoivent au delà de leur coût d'opportunité constitué par le coût des fonds propres, lequel est habituellement estimé par le modèle d'équilibre des actifs financiers (le Medaf) en supposant un marché des capitaux efficient. La rémunération des créanciers financiers étant égale à leur coût d'opportunité – c'est-à-dire au coût de la dette risquée sur un marché de la dette présumé également efficient –, les actionnaires sont les seuls créanciers résiduels<sup>4</sup> et la définition précédente de la création de valeur se retrouve dans la proposition bien connue selon laquelle il y a création de valeur si la rentabilité économique des investissements est supérieure au coût moyen pondéré du capital, proposition qui est au fondement des critères de la VAN et de l'EVA.

La mesure que nous proposons – la valeur partenariale – s'appuie sur une mesure globale de la rente créée par la firme en relation avec les différents SH et non les seuls actionnaires<sup>5</sup>. Elle re-

---

<sup>4</sup> Les actionnaires étant les seuls créanciers résiduels, il n'y a pas de conflits sur la répartition de la valeur ; c'est cette absence de conflits qui justifie l'indépendance entre la création de valeur et la répartition et donc entre l'investissement et le financement. La recherche financière, depuis plus de vingt ans, notamment depuis l'article fondateur de M. C. Jensen, W. H. Meckling [1976], a remis en cause la séparabilité et a cherché à prendre en compte les conséquences des conflits d'intérêts. Cependant, le plus souvent, elle se limite à examiner l'incidence des conflits d'intérêts entre dirigeants, actionnaires et créanciers financiers.

<sup>5</sup> On pourrait d'ailleurs contester la validité de la mesure de la rente pour les seuls actionnaires au motif de l'hétérogénéité de ces derniers, dont les objectifs et les ap-

pose sur la même logique que la mesure construite par A. M. Brandenburger et H. W. Stuart [1996]<sup>6</sup>. Ces deux auteurs d'une part, fondent leur raisonnement sur l'analyse de la chaîne de valeur proposée par M. E. Porter [1984] et d'autre part, inscrivent leur raisonnement dans le cadre de la théorie des jeux coopératifs, notamment pour analyser l'appropriation de la valeur créée. Nous allons tout d'abord présenter cette mesure élargie de la valeur avant de nous interroger sur les conséquences qu'elle induit dans l'interprétation du jeu organisationnel.

### ***1.1. La mesure de la valeur partenariale***

Pour introduire simplement la mesure de la valeur partenariale, et à l'instar de A. M. Brandenburger et H. W. Stuart, considérons la chaîne de valeur la plus simple, à savoir une firme qui ne dispose que d'un seul fournisseur et d'un seul client. Du côté du fournisseur la valeur créée est égale à la différence entre le prix payé par la firme (le coût explicite) et le coût d'opportunité, soit le prix minimum requis par le fournisseur pour entreprendre ou poursuivre la transaction. Cette même analyse peut être transposée du côté du client. Il y a valeur créée si le client obtient le produit à un prix inférieur à son « prix d'opportunité », c'est-à-dire le prix qu'il aurait été disposé à payer. Sur l'ensemble de la chaîne de valeur, la valeur créée est égale à la différence entre le prix d'opportunité pour le client et le coût d'opportunité pour le fournisseur.

Illustrons ce raisonnement par un exemple. Supposons que le fournisseur soit disposé à contracter avec la firme pour un prix minimum de 100 égal à son coût d'opportunité, et qu'en raison de l'asymétrie d'information ou d'un rapport de pouvoir favorable au fournisseur, la transaction se soit conclue après négociation au prix de 200, représentant le coût explicite pour la firme. Du côté du client, une négociation a conduit la firme à conclure au prix de 900 alors que le client était disposé à payer un prix limite de 1000.

---

ports différent. Si, par exemple, on estime que les actionnaires les plus importants sont chargés du contrôle, le coût de ce dernier induit une composante supplémentaire ; on peut supposer que ces actionnaires n'acceptent de supporter ce coût supplémentaire que parce qu'ils peuvent influencer les décisions stratégiques à l'origine de la création de valeur ou s'approprier une part supérieure de la rente.

<sup>6</sup> En fait, ce raisonnement fondé sur les flux est proche de celui établi en termes de stocks par B. Cornell, A. C. Shapiro [1987] dans la définition qu'ils donnent du capital organisationnel. De même, la notion de valeur créée est proche de celle de *corporate wealth*, richesse mise à disposition des dirigeants, introduite par S. C. Myers [1990].

La valeur créée est égale à :  
 prix d'opportunité - coût d'opportunité = 1 000 - 100 = 900.

La répartition de cette valeur est la suivante :

- client : 1000 - 900 = 100
- fournisseur : 200 - 100 = 100
- firme : 900 - 200 = 700

La part de la firme est égale au prix perçu diminué du coût explicite des ressources. La répartition finale dépend des pouvoirs respectifs de négociation de la firme (supposée la propriété d'un dirigeant propriétaire unique), du client et du fournisseur et de leurs perceptions respectives des prix et coûts d'opportunité.

La généralisation de cette démarche à l'ensemble des clients et des différents partenaires apporteurs de ressources (dont les salariés, les dirigeants, les actionnaires,...) conduit à mesurer la valeur créée par différence entre les ventes évaluées au prix d'opportunité et la somme des coûts d'opportunité pour les différents apporteurs de ressources.

De façon à mieux l'explicitier considérons un exemple plus réaliste, faisant intervenir les principales catégories de SH, en ignorant pour simplifier l'État<sup>7</sup> :

- clients : ventes au coût d'opportunité 1 000 ; ventes au prix explicite 900
- fournisseurs de biens et services : achats au coût d'opportunité 180 ; achats au coût explicite 200
- rémunération du personnel (hors dirigeant) : coût d'opportunité 250 ; coût explicite 300
- rémunération des prêteurs : coût d'opportunité 90 ; coût explicite 100
- rémunération des actionnaires : coût d'opportunité 60 (rentabilité requise) ; coût explicite 70
- rémunération du dirigeant : coût d'opportunité 20 ; coût explicite (salaire) 30

---

<sup>7</sup> Dans ce dernier cas, la transaction avec l'État n'est pas négociable ; l'État impose son prélèvement fiscal, contrepartie des biens publics fournis (sécurité, infrastructure, protection sociale, éducation...). La notion de coût d'opportunité n'a alors pas grand sens, sauf à considérer la solution de l'expatriation de la firme.

Valeur partenariale créée<sup>8</sup> = ventes au coût d'opportunité -  
somme des coûts d'opportunité  
 $400 = 1000 - (180 + 250 + 90 + 60 + 20) = 1000 - 600$

La valeur créée, égale à 400, se répartit de la façon suivante :

- clients : 100
- fournisseurs de biens et services : 20
- salariés : 50
- prêteurs : 10
- actionnaires : 10
- dirigeants : 10
- résidu non affecté disponible pour la « firme » : 200

Le résidu non affecté peut s'interpréter comme le « *slack* » managérial, c'est-à-dire l'excédent représentant la latitude dont dispose le dirigeant dans ses négociations avec les différents SH ; ce *slack*, non partagé entre les différents SH, est réinvesti (notamment sous la forme d'investissements de remplacement<sup>9</sup>) ou conservé sous forme de liquidités.

Précisons que la mesure du coût (ou du prix) d'opportunité peut se faire de deux façons selon qu'on procède lors de l'instauration de la transaction ou une fois cette dernière établie<sup>10</sup>. Dans le premier cas, il faut retenir soit le prix maximum, compte tenu des coûts d'entrée, qu'est disposé à payer le client, soit le prix minimum qu'est prêt à accepter le fournisseur pour entrer en relation avec la firme. Dans le second cas, il faut retenir les coûts de sortie de la tran-

<sup>8</sup> Le profit comptable apparent (en ignorant l'amortissement), qui ne tient pas compte de la rémunération des actionnaires, serait de  $900 - (200 + 300 + 100 + 30) = 270$ . Ce profit est censé revenir aux actionnaires. L'écart entre les deux notions peut, bien entendu, être plus significatif. De même, la valeur créée est différente de la valeur ajoutée, évaluée à partir des prix et coûts explicites et égale à la différence entre les ventes et les consommations externes. Dans l'exemple, la valeur ajoutée serait de  $900 - 200 = 700$ . La valeur ajoutée n'est pas une mesure pertinente car d'une part, elle est calculée à partir des prix explicites, et d'autre part, elle ne retient comme facteur externe que les consommations de biens et services externes. Par ailleurs, la mesure proposée n'est pertinente que si les coûts d'opportunité prennent en compte, pour déterminer la rémunération d'opportunité, la nécessité de préserver la valeur du capital apporté. Par exemple, si on considère que l'apport est fait pour une seule période, la mesure du coût d'opportunité doit inclure le remboursement du capital investi, c'est-à-dire, pour les créanciers, le principal.

<sup>9</sup> À ce titre, il faudrait déduire les investissements de remplacement censés être mesurés par les dotations aux amortissements. Cependant, il n'est pas sûr, en raison notamment de l'évolution de la stratégie de la firme, que les fonds correspondants soient utilisés dans cet objectif. En outre, en cas de contrainte forte, le remplacement peut être différé.

<sup>10</sup> Ces différences dans la mesure des coûts et des prix d'opportunité permettent de distinguer les rentes et les quasi-rentes.

saction. Une firme, en accroissant la dépendance des salariés par développement du capital humain spécifique, augmentant ainsi leur coût de sortie, peut abaisser leur coût d'opportunité et accroître la valeur. Cette source de valeur peut cependant induire des effets pervers si elle remet en cause l'incitation des salariés à améliorer la productivité ou la qualité. Le coût d'opportunité est évolutif, en particulier pour les salariés qui, en accroissant leur capital humain non spécifique par l'expérience, augmentent leur coût d'opportunité, entraînant une baisse de la valeur créée si il n'y a pas corrélativement hausse du prix d'opportunité ou des gains de productivité.

### **1.2. Valeur partenariale et jeu organisationnel**

Cette présentation de la valeur partenariale, conforme à la définition de la rente<sup>11</sup> (ou de la quasi-rente), permet de mettre en évidence certaines caractéristiques du jeu organisationnel :

- Le dirigeant crée de la valeur si l'écart entre les ventes aux prix d'opportunité et les coûts d'opportunité est positif. En ce sens, pour accroître la création de valeur, le dirigeant se doit d'agir simultanément sur les prix et les coûts d'opportunité. Le niveau du prix d'opportunité dépend notamment de la rareté des biens et des services proposés par la firme et de la dépendance des clients par rapport à cette dernière. Une forte innovation est souvent une source importante de création de valeur, toutes choses égales par ailleurs. De façon symétrique, la création de valeur peut également passer par un abaissement du coût d'opportunité lié, par exemple, à une rémunération moindre demandée par les prêteurs en raison d'un risque plus faible ou à un accord de partenariat avec les fournisseurs qui réduit le risque d'opportunisme.

- Les conditions sous-tendant le théorème de Coase n'étant pas satisfaites, la création de valeur n'est pas indépendante de la réparti-

---

<sup>11</sup> La rente (ou rente ricardienne ou rente d'efficacité) pour un apporteur de ressources est égale au supplément de rémunération perçu par rapport à la rémunération minimale nécessaire à l'établissement de la transaction ; elle s'apprécie par rapport à l'entrée dans la coopération. Elle est normalement liée à la rareté du facteur. Ainsi, un dirigeant perçoit une rente si sa rémunération est supérieure à la rémunération d'opportunité ; ce supplément est lié à la rareté de ses compétences managériales censées créer davantage de valeur. La quasi-rente est égale au supplément de rémunération perçu en sus de la rémunération minimale nécessaire à la poursuite de la coopération ; elle tient compte des coûts de sortie (perte de valeur) dus à l'accroissement de la spécificité de l'actif une fois la relation établie. Pour un dirigeant, la quasi-rente correspond au supplément de rémunération qu'il perçoit, par rapport à ce qu'il recevrait au mieux dans une autre firme, après prise en compte des pertes de capital humain liées à la spécificité. Ces aspects sont particulièrement bien explicités dans P. Milgrom, J. Roberts [1992] et, pour les rentes managériales, dans R. P. Castanias, C. E. Helfat [1991].

tion, notamment en raison des coûts d'influence, liés aux activités d'appropriation des rentes [P. Milgrom, J. Roberts 1990]. Cependant, les conflits sur le partage de la valeur n'ont pas nécessairement de conséquences négatives sur la création de valeur. Il est fréquent qu'un partage favorable aux salariés, sous la forme d'une rémunération explicite supérieure au coût d'opportunité, correspondant à un salaire d'efficience, induise une meilleure performance, se traduisant par exemple par une amélioration du produit ou des gains de productivité. De même, le dirigeant est d'autant plus incité à accroître la valeur créée – par exemple, en développant ses compétences spécifiques – qu'il en est un des principaux bénéficiaires, notamment si sa rémunération est indexée sur la valeur créée ou s'il perçoit également une partie de cette valeur en étant associé au capital.

- Cette lecture de la création de valeur conduit à distinguer deux situations correspondant à une menace pour la pérennité de la firme :

- il y a destruction de valeur ; autrement dit, les ventes au prix d'opportunité ne couvrent plus les coûts d'opportunité et la coalition organisationnelle s'effondre ; cet effondrement n'est pas nécessairement immédiat si le *slack* accumulé par la firme est important ;

- la firme crée globalement de la valeur, mais la répartition est faite de telle manière qu'un des SH reçoit une rémunération explicite inférieure à sa rémunération d'opportunité. Cette situation plus fréquente correspond, par exemple, au cas où les actionnaires perçoivent une rémunération inférieure au taux de rentabilité d'équilibre du marché (compte tenu du risque), auquel cas, ils peuvent soit intervenir pour obliger le dirigeant à modifier la répartition, soit sortir de la coalition en revendant leurs titres.

De fait, la réaction des différents SH face à une rémunération inférieure au coût d'opportunité (ou à un prix explicite supérieur au prix d'opportunité) dépend de l'arbitrage qu'ils font, selon la distinction établie par A. O. Hirschman [1970], entre la « défection » immédiate et les possibilités de rétablir la situation par la « prise de parole ». Un sacrifice momentané de rémunération peut être compensé par un partage favorable de la valeur créée une fois le redressement accompli. En ce sens, les incitations des différents SH varient selon leur statut. Un client, qui détient une participation dans la firme, peut accepter provisoirement un prix excessif, si les perspectives de redressement sont prometteuses et s'il est intéressé au partage de la valeur créée après redressement. Le coût de l'intervention des SH, sous forme de défection ou de prise de parole, est fonction du système de GE.

- Les différents SH se trouvent dans des situations très inégales :
  - leur position dans le partage de la valeur dépend naturellement de leur contribution à la création de valeur. La contribution d'un nouveau SH (par exemple un nouveau client) est égale à la valeur totale créée après établissement de la relation commerciale, diminuée de celle existant avant établissement de la transaction. *A priori*, un SH ne peut s'approprier davantage que la valeur qu'il contribue à créer, sans provoquer de réactions défavorables des autres partenaires qui se verraient spoliés. Une telle conclusion cependant peut être contestée car le dirigeant peut avoir intérêt à opérer des transferts de valeur entre SH, la coalition se perpétuant si les SH désavantagés par rapport à la situation antérieure conservent un excédent par rapport à leur coût d'opportunité. Ainsi, un accroissement du dividende destiné à satisfaire de nouveaux actionnaires peut se faire au détriment des salariés qui capteront une part moins importante de la rente ;
  - la position de force dans le partage de la valeur dépend d'une part, de l'état des différents marchés, notamment des possibilités de sortie et d'autre part, de la capacité à prendre la parole des différents SH, en fonction notamment des droits légaux qui leur sont garantis. Il y a une liaison directe entre le système de GE et les comportements des SH, dans la mesure où le système détermine les possibilités de sortie et de prise de parole ainsi que leurs coûts respectifs ;
  - le statut de créancier résiduel exclusif des actionnaires est remis en cause dans l'approche de la valeur partenariale. De fait, le droit de créance résiduelle des actionnaires défini par la loi s'exerce sur le profit au sens comptable, c'est-à-dire sur les ventes (au prix explicite) diminuées des coûts explicites (hors rémunération du capital des actionnaires), autrement dit, une fois que les principales décisions concernant le partage de la valeur créée ont été prises. Les possibilités d'action sur le partage de la valeur, offertes au dirigeant, sont importantes, notamment dans une firme qui crée une forte valeur partenariale ; il peut préférer s'attacher les clients par un prix intéressant, garantir un approvisionnement régulier par une politique de prix favorable aux fournisseurs ou encore, fidéliser ses salariés par une politique salariale généreuse, plutôt que d'attribuer la valeur créée aux actionnaires, dont le rôle, dans le processus de création de valeur, peut être considéré comme mineur pour la plupart des firmes, le capital financier n'apportant pas de compétence-clé<sup>12</sup>. Cet argument justifie qu'il suffise à terme au dirigeant de garantir la rémunération d'opportunité des actionnaires pour perpétuer la relation. En outre, même en limitant le partage au seul profit comptable, la part de la créance résiduelle des actionnaires se réduit significativement

<sup>12</sup> Dans le sens où le capital financier n'a pas de spécificité.

en raison de la pratique relativement discrétionnaire de fixation des amortissements et des provisions et du traitement favorable dont bénéficie la mise en réserves.

• L'approche de la valeur partenariale conduit également à reconsidérer le lien existant entre la structure de financement et l'investissement :

– en premier lieu, il convient pour analyser le problème de substituer à la notion de structure de financement, celle, plus générale, de structure des ressources où figurerait notamment le capital humain. Cette vision élargie complexifie les arbitrages conduisant à la minimisation du coût d'opportunité des ressources, notamment au vu de l'imperfection des marchés du capital humain et de la dépendance de certains coûts d'opportunité par rapport au processus même de création de valeur. Par exemple, des salariés peuvent être disposés à accepter momentanément des rémunérations inférieures à leur coût d'opportunité lors de l'entrée dans la firme si la formation qu'ils reçoivent valorise leur capital humain non spécifique ;

– en second lieu, la maximisation de la valeur crée ne passe pas exclusivement par la minimisation du coût d'opportunité (propriété de séparabilité) si le prix d'opportunité – c'est-à-dire les flux d'exploitation sécrétés – dépend de la nature de la structure des ressources. Pour autant que le prix d'opportunité dépende des compétences-clés, une firme peut avoir intérêt à accroître le coût d'opportunité de certaines ressources si cette augmentation conduit *in fine*   une hausse de la valeur crée, permettant ainsi une meilleure valorisation du capital organisationnel ;

– en troisième lieu, la remise en cause du statut de créancier r sidual exclusif des actionnaires conduit à contester l'interprétation traditionnelle qui est faite de la politique d'investissement à la lumière de la théorie des options : en qualité de créanciers résidentiels, les actionnaires auraient intérêt à ce que les investissements entrepris soient fortement risqués. Si le supplément de valeur crée en cas de conjoncture favorable revient principalement aux autres SH, en particulier aux dirigeants et aux salariés, cette conclusion est erronée.

La vision partenariale de la valeur, associée à l'abandon de la séparabilité des décisions de création et de répartition, conduit à une remise en cause fondamentale de l'analyse du processus de création de valeur et de la problématique financière traditionnelle.

## **2. L'influence du système de gouvernance des entreprises sur la création de valeur : quelques considérations**

Le processus de création de valeur étant contraint par le système de GE, il convient à présent, en fonction de la mesure de la valeur partenariale, d'examiner comment ce système conditionne ce processus, en analysant successivement les transactions avec les différents SH. Il semble apparemment que le système de GE, plus ou moins contraignant dans la définition de l'espace discrétionnaire des dirigeants, influe de façon très variable sur la gestion des différentes transactions et sur les différents maillons de la création de valeur.

### ***2.1. Création de valeur et gouvernance des transactions avec les actionnaires***

L'approche traditionnelle du GE, centrée sur la relation actionnaires-dirigeants, trouve sa justification théorique dans une représentation simplifiée de la firme selon laquelle les actionnaires sont les propriétaires exclusifs de la firme – ils sont censés détenir l'intégralité des droits de décision résiduels et se répartir l'intégralité des flux résiduels<sup>13</sup> – et pour laquelle, la propriété étant séparée du management, il y a une relation d'agence unique (actionnaires / dirigeants). Dans ce schéma, le problème est d'inciter les dirigeants à générer la rente maximale ce qui justifie l'attention portée tant dans la littérature, que dans l'évolution de la législation, aux aspects concernant la structure de l'actionnariat, la forme et l'exercice des droits de vote, la forme, la composition et le rôle du conseil d'administration (désormais le CA), le marché des prises de contrôles, etc. D'une part, cette représentation qui accorde une importance démesurée à la relation actionnaires/dirigeants peut être contestée. D'autre part, cette relation particulière doit être replacée dans le cadre plus général de l'analyse de la firme pluraliste.

#### *2.1.1. L'importance contestée de la relation actionnaires/dirigeants*

L'importance attribuée à la relation actionnaires/dirigeants peut paraître exagérée au vu de plusieurs arguments :

- Le caractère peu réaliste de cette représentation de la firme. D'une part, la séparation propriété/management ne concerne qu'un

---

<sup>13</sup> Conformément à la théorie des contrats incomplets et à la définition qu'elle retient de la propriété, les droits de décision résiduels permettent d'attribuer la prise de décision dans les cas non complètement prévus contractuellement. Il en va de même pour les droits portant sur les flux résiduels.

nombre limité de firmes (y compris aux États-Unis) ; d'autre part, la propriété de la firme apparaît fortement démembrée, la plupart des différents SH (en particulier les dirigeants et les salariés) pouvant prétendre détenir des fractions substantielles des droits de propriété car ils prennent l'essentiel des décisions résiduelles et subissent les conséquences de celles-ci sur leur capital (humain ou financier).

- L'analyse du processus de création de valeur montre à l'évidence que les capitaux propres y jouent vraisemblablement un rôle faible. Cette conclusion, qui peut surprendre, est confortée par le fait que, dans la plupart des économies modernes, le financement par augmentation de capital joue un rôle minime. Cette proposition a presque toujours été vérifiée dans les nations non anglo-saxonnes ; ainsi, en France, malgré les nombreuses mesures prises en faveur du développement du marché boursier, l'émission nette de fonds propres a financé en moyenne moins de 10% de l'investissement des sociétés françaises de 1978 à 1993. Par ailleurs, aux États-Unis, sur la période 1985-1989, les actions « émises » ont en fait été des actions rachetées (-10,5% des sources de financement). Ce rôle réduit du financement par fonds propres externes est d'ailleurs expliqué par les développements récents de la recherche financière, notamment par la théorie du financement hiérarchique [S. C. Myers, N. Majluf 1984]. En raison de l'asymétrie d'information entre la firme et les actionnaires et du mode de rémunération des fonds propres, ce type de financement est particulièrement coûteux, ce qui, d'ailleurs, justifie les montages financiers du type holding ou LBO, destinés à économiser les fonds propres.

- Cette attention trouve son origine dans les rôles traditionnellement dévolus aux capitaux propres, d'absorption du risque résiduel ou de minimisation des coûts de contrôle, permis par l'attribution exclusive des droits de contrôle aux actionnaires censés être des contrôleurs efficaces. Ces deux arguments sont cependant spéculatifs :

- d'une part, il semble que le risque résiduel soit absorbé tout autant par les salariés ou les créanciers, voire les fournisseurs, les clients ou les pouvoirs publics, même si la sensibilité à l'exposition au risque apparaît différente. Ainsi, lorsque la valeur créée augmente, les salariés et les dirigeants s'approprient fréquemment une part du supplément de valeur créée supérieure à celle qui revient aux actionnaires ; en revanche, en cas de conjoncture défavorable, le coût d'opportunité joue un rôle de frein à la perte pour les autres SH, le partage défavorable de la valeur se faisant souvent prioritairement au détriment des actionnaires, du fait de leur statut légal de créancier résiduel. Les actionnaires apparaissent souvent dans une position plus fragile que celle des autres apporteurs de capitaux car, une composante majeure de leur rémunération effective se fait de façon

indirecte par la plus-value du titre. Si un salarié reçoit comme rémunération explicite un salaire, normalement supérieur au coût d'opportunité, il en va différemment pour l'actionnaire. Le dividende versé est souvent inférieur au coût d'opportunité, et une rémunération explicite satisfaisante suppose la réalisation d'une plus-value boursière associée à la croissance du cours, qui ne sera totalement acquise que lors de la revente du titre. Pour l'actionnaire, la rémunération explicite, fortement aléatoire, conserve très longtemps un caractère virtuel ;

– d'autre part, les actionnaires, notamment lorsqu'ils sont dispersés, ne sont pas toujours les mieux placés pour exercer au moindre coût la fonction de surveillance des dirigeants, car ils n'ont pas un accès à l'information interne, en liaison directe avec le processus de création de valeur.

### 2.1.2. *La relation actionnaires/dirigeants dans le cadre de la firme pluraliste*

Le cadre d'analyse traditionnel se prêtant mal à l'analyse de l'incidence de la relation actionnaires/dirigeants sur la création et le partage de la valeur créée, il est nécessaire de repenser cette relation dans un cadre élargi, qui tienne compte des spécificités des différents SH et de la notion de valeur partenariale.

La spécificité de l'apport des actionnaires semble résider dans la mobilité des titres de propriété (liée notamment à la divisibilité et à la liquidité) permise par l'existence d'un marché secondaire des actions et qui n'existe pas pour les « titres » détenus par les autres SH (à l'exception des créanciers obligataires). Ainsi, une analyse précise de la répartition des droits de propriété (droits aux décisions résiduelles et aux flux résiduels) révèle que les composantes de la propriété détenues par les SH, autres que les actionnaires, sont pour la plupart non transférables. Par exemple, un salarié, qui perçoit une part de la valeur créée en fonction de sa contribution spécifique, est dans l'incapacité de mobiliser cette valeur sur un marché. Cette possibilité de transférer ses titres sans perte de valeur, qui constitue la meilleure protection du capital investi, explique notamment la faible incitation qu'ont les petits porteurs à exercer leurs droits de vote.

La mobilité du capital, liée à la dispersion de l'actionnariat, a cependant une influence ambiguë sur la création et le partage de la valeur. Du fait de cette protection qui rend peu intéressante la prise de parole, et des effets pervers associés à l'action collective, le petit porteur a intérêt à être passif c'est-à-dire à peu intervenir dans le partage de la rente. Le dirigeant est donc incité à favoriser les autres SH, d'autant plus que les ressources qu'ils apportent, moins facile-

ment reproductibles que le capital financier, jouent un rôle plus important dans le processus de création de valeur.

Ainsi, alors que leur mode de rémunération est fortement aléatoire, les actionnaires apparaissent également en position précaire en raison du faible rôle qu'ils jouent dans la création de valeur. Cette situation incite les dirigeants à les faire bénéficier faiblement du partage de la valeur en cas de conjoncture favorable et, inversement, en cas de conjoncture défavorable à leur faire supporter la part majeure de la destruction de valeur. La protection offerte par la mobilité du capital n'est efficace qu'*ex ante* ; *ex post* et en situation de conjoncture défavorable, elle ne conduit qu'à « réaliser » la moins-value. De ce point de vue, pour autant qu'on estime indispensable d'accroître le financement par fonds propres externes<sup>14</sup> et de développer l'actionnariat populaire, les mesures destinées à renforcer les droits des petits porteurs semblent nécessaires, en particulier dans les nations où ces droits semblent les plus précaires, par exemple la France, selon R. La Porta et *al.* [1996]. Au delà des protections légales, les systèmes d'intéressement des dirigeants, fonction de la valeur attribuée aux actionnaires, peuvent contribuer à atténuer les conflits d'intérêt. Cependant, l'actionnariat étant dispersé, le dirigeant, s'il a pu par ailleurs s'approprier une part substantielle de la valeur créée, sous forme de salaires, de bonus ou d'avantages en nature, préférera favoriser les SH autres que les petits porteurs.

La situation apparaît différente en présence d'un actionnaire dominant (ou d'une coalition d'actionnaires) ayant le pouvoir de remplacer les dirigeants. Le dirigeant, même s'il contrôle l'information diffusée à l'actionnaire dominant, court un risque plus important d'éviction. Si la valeur créée chute fortement, il a tout intérêt à réduire la part affectée aux autres SH et à maintenir celle de l'actionnaire dominant de façon à ce qu'il obtienne au moins la rentabilité normale sur le marché. Dans ce scénario, ce ne sont pas les actionnaires qui assument l'essentiel du risque résiduel, mais les autres SH – notamment les salariés, fortement pénalisés par les coûts de sortie – qui sont dans l'incapacité d'évincer le dirigeant.

Ce résultat est cependant à nuancer en fonction de la latitude dont dispose le dirigeant en matière de partage de la valeur créée ainsi que du pouvoir de négociation des différents SH et de leurs contributions respectives à la création de valeur. Si la valeur créée s'accroît, le problème auquel est confronté l'actionnaire dominant reste toutefois identique à celui rencontré en présence d'un actionnariat dispersé, à savoir, obtenir une part substantielle de la valeur créée alors qu'il est de l'intérêt du dirigeant de favoriser un partage

---

<sup>14</sup> On suppose alors que l'autofinancement et les financements bancaires sont insuffisants pour financer la croissance, ce qui reste à démontrer.

de la valeur profitable aux SH déterminants dans le processus de création de valeur. À cet égard, la solution de l'intéressement des dirigeants, avec les mêmes réserves que précédemment, reste une solution intéressante, même si elle peut être contre-efficace, en conduisant, par un partage inadéquat, à favoriser l'accroissement de la valeur actionnariale au détriment de la valeur partenariale. Une telle politique est vraisemblablement court-termiste car un partage de valeur favorable aux actionnaires, provenant de transferts dommageables aux autres SH, ne peut être que provisoire et contre-incitatif. Le risque de court-termisme, souvent évoqué [I. Demirag 1995, pour une synthèse), trouve ainsi sa justification si le marché financier est insuffisamment efficace pour savoir si l'accroissement de la richesse des actionnaires provient d'un partage favorable ou d'une hausse de la valeur partenariale.

Ce risque est accru par la mobilité du capital financier. Un actionnaire important peut avoir intérêt à forcer le dirigeant à opérer un partage de la valeur créée qui lui soit favorable, à faire croître le cours boursier, puis à revendre sa participation avant que les conséquences dommageables de cette politique ne se soient produites. La pression exercée sur les dirigeants par l'irruption dans le capital d'un fonds d'investissement, cherchant à obtenir un partage de la valeur plus favorable aux actionnaires<sup>15</sup> peut ainsi nuire à la croissance de la valeur partenariale. Une telle éventualité peut se produire par exemple *via* une politique de cessions d'actifs ou de réduction du personnel. Seule cependant, la connaissance effective de la valeur partenariale créée et de son partage peut permettre de corroborer une telle hypothèse<sup>16</sup> qui suppose, de plus, une forte inefficience du marché financier<sup>17</sup>.

---

<sup>15</sup> En France, la rentabilité importante du capital-investissement corrobore l'existence de ce phénomène. Ainsi, le rachat de positions minoritaires atteint une rentabilité de 40% sur la période 1978-1994 selon une étude Afic - Ernst & Young de 1995.

<sup>16</sup> Si on considère la situation américaine actuelle qui se traduit par un rachat massif d'actions, il semble que les dirigeants cherchent à se soustraire à la discipline actionnariale. Cette situation non seulement ne paraît pas avoir entraîné une dégradation de la performance mais au contraire semble s'accompagner d'un développement important, d'une baisse du chômage, ainsi que d'une hausse des salaires dans les secteurs fortement innovateurs où l'innovation passe par un capital humain fortement spécifique.

<sup>17</sup> Les nombreux tests, qui concluent à l'efficacité semi-forte des marchés financiers, ne nous semblent pas permettre de rejeter cette hypothèse car l'information portant sur le lien existant entre la valeur partenariale et la valeur actionnariale est insuffisamment précise.

## 2.2. *Création de valeur et gouvernance des transactions avec les dirigeants*

Au vu de la définition des systèmes de GE centrée sur la notion de latitude discrétionnaire des dirigeants et du postulat vraisemblable selon lequel le dirigeant joue un rôle central dans le processus de création et de répartition de la valeur, l'analyse de la position du dirigeant mérite une attention particulière. En supposant l'existence d'une transaction du dirigeant avec la firme, nous reprenons l'hypothèse de O. E. Williamson [1985] selon laquelle, la firme, personnalité morale à part entière, se distingue des dirigeants.

Dans quelle mesure, la gestion de la transaction particulière que constitue l'apport de capital managérial conditionne-t-elle la création et le partage de la valeur ? Le principe de rationalité implique que le dirigeant cherche à maximiser non pas la valeur partenariale de la firme, mais la valeur de son patrimoine, dont le capital managérial – c'est-à-dire sa valeur sur le marché des dirigeants – constitue *a priori* une partie substantielle. L'arbitrage entre les différentes composantes de son patrimoine détermine son attitude vis-à-vis de l'appropriation du *slack* managérial.

Dans une perspective dynamique, le dirigeant a rarement intérêt à s'approprier la totalité du *slack*, composante importante de la latitude discrétionnaire. En particulier, c'est le réinvestissement du *slack* qui permettra de faire croître éventuellement la rémunération des autres SH pour renforcer la solidité et la productivité de la coalition organisationnelle et consolider ainsi sa position. Un partage de la valeur qui apparaîtrait explicitement trop favorable au dirigeant, et en totale déconnexion avec l'évolution des rémunérations des actionnaires ou des salariés, pourrait, en outre, provoquer des conflits importants et entraîner une baisse de la valeur partenariale, par exemple, par une désincitation des salariés. En ce sens, l'alignement avec les seuls intérêts des actionnaires n'est pas l'unique préoccupation. À ce titre, les mécanismes régulateurs (qui relèvent du système de GE) constitués par le caractère progressif de la fiscalité et les campagnes de presse, qui soulignent le caractère « abusif » de certaines rémunérations, peuvent se justifier du point de vue de l'efficacité globale en permettant de réduire les conflits au sein de l'organisation. Ce même souci justifie le secret caractérisant les rémunérations des dirigeants qui réduit les coûts d'influence.

Si on convient qu'il est de l'intérêt du dirigeant d'aligner l'évolution de la part de la valeur qu'il s'approprie sur celle des principaux partenaires<sup>18</sup> (actionnaires et salariés), ses décisions doi-

---

<sup>18</sup> Cet argument est également avancé par R. P. Castanias, C. E. Helfat [1991, p.165] dans le modèle qu'ils proposent pour décrire les relations entre dirigeants et

vent s'orienter vers la maximisation de la valeur partenariale. Les systèmes de GE consensuels, tels que ceux par exemple des firmes japonaises (voire françaises où les rémunérations des dirigeants restent « raisonnables ») qui tendent à faire respecter ce principe sont vraisemblablement plus efficaces.

L'objectif de maximisation de la valeur partenariale se justifie en particulier par les arguments suivants :

– le dirigeant accroît ainsi sa latitude managériale notamment en augmentant ses possibilités de négociation avec les différents partenaires. *A priori*, il a intérêt à privilégier les catégories de SH déterminantes pour la création de valeur ;

– il augmente sa valeur managériale, censée être fonction de la performance réalisée, sur le marché du capital humain ;

– il peut s'octroyer une rémunération largement supérieure à son coût d'opportunité si ce dernier est surestimé par les actionnaires ;

– pour autant qu'il dispose d'une latitude importante dans la répartition, liée à une forte création de valeur partenariale, il peut plus facilement s'enraciner en attribuant la valeur créée prioritairement aux salariés (ou aux autres apporteurs de ressources) qui soutiennent sa politique. Cependant, l'enracinement ne passe pas nécessairement par une hausse de la valeur créée ; il peut également emprunter la voie d'une redistribution favorable aux SH les plus menaçants pour le dirigeant.

La littérature traditionnelle insiste sur l'insuffisance des contrôles des dirigeants qui entraînerait un gaspillage de la richesse des actionnaires. Cette vision du problème du GE est probablement erronée. La croissance de la capitalisation boursière dans les principaux pays développés (en particulier en France) laisse à penser que les actionnaires sont rémunérés largement au delà de leur coût d'opportunité, et qu'en conséquence, le système de GE fonctionne correctement par rapport à eux, même si certains abus, en particulier lorsque le capital est dispersé, existent. Apparemment, les dirigeants ne sont pas immuables, les différentes études réalisées dans les principaux pays développés [B. Pigé, 1997] révèlent des taux de rotation

---

actionnaires ; ils montrent qu'il est de l'intérêt des dirigeants d'accroître la création de valeur partenariale. Leur modèle se limite aux deux partenaires précités. Les dirigeants gagnent à assurer une rentabilité équitable (égale au taux de rentabilité d'équilibre) aux actionnaires. Ils préservent ainsi les quasi-rentes et sont, en outre, incités à accroître les rentes d'efficacité dans la mesure où ils se les approprient. Par ailleurs, selon les résultats obtenus par J. Allouche, B. Amann [1995], il semblerait que la performance économique apparemment supérieure des entreprises familiales soit associée, – en dehors de l'économie de coûts d'agence liés à l'absence de conflits entre les actionnaires et les dirigeants – à une politique de développement du capital humain par la formation et à une gestion des ressources humaines différente, tendant notamment vers une plus grande stabilité.

relativement élevés – la durée moyenne est inférieure à dix ans – et un lien, même ténu, entre la performance boursière et cette rotation. Alors que les mécanismes permettant de discipliner les dirigeants du point de vue des actionnaires sont apparemment plus contraignants dans les pays anglo-saxons, notamment *via* le marché des prises de contrôle et le rôle des investisseurs institutionnels, on parvient dans les autres nations à des rotations de même ampleur. Ce résultat mène à conclure que des mécanismes de substitution jouent un rôle similaire dans les structures des économies non anglo-saxonnes, notamment en raison de la concentration de l'actionnariat (*via* par exemple les structures *holdings*) ou du rôle des banques.

Le problème, énoncé de façon volontairement provocatrice, nous semble plutôt être celui de la protection du capital managérial. L'analyse du système de GE doit, en particulier, porter sur les mécanismes destinés à sauvegarder et à valoriser ce capital par une appropriation de la rente managériale. Comme le souligne O. E. Williamson [1985], si le CA est le plus souvent présenté comme un organe destiné à sauvegarder les intérêts des actionnaires, il peut également se justifier comme mécanisme de préservation du capital humain des dirigeants (voire d'autres catégories de SH), ce qui peut expliquer la présence de ces derniers au CA et le rôle dominant qu'ils y tiennent.

De même, le marché du capital managérial, souvent considéré pour son rôle disciplinaire, assure également, de par la mobilité qu'il permet, une fonction de préservation de ce même capital. Ce dernier rôle prévaut vraisemblablement sur celui de contrôle, car ce marché manque le plus souvent de transparence et, contrairement au marché du capital financier, n'aboutit pas à la fixation d'un prix du capital managérial qui faciliterait la discipline des dirigeants<sup>19</sup>. La protection du dirigeant passe également par des dispositifs tels que les « parachutes dorés » ou le cumul du statut de dirigeant avec celui de salarié. La protection la plus efficace est cependant liée aux stratégies entreprises, notamment comme le soulignent A. Shleifer et R. W. Vishny [1989], en investissant dans des actifs spécifiques qui peuvent induire des pertes substantielles pour les actionnaires en cas de révocation.

La vision de la valeur partenariale permet de mettre en évidence une autre voie d'enracinement, consistant pour les dirigeants à entreprendre des politiques aboutissant à un partage de la valeur favorable à court terme aux actionnaires, quitte à ce que celui-ci se fasse au détriment des autres SH, notamment de ceux qui jouent un rôle déterminant dans le processus de création de valeur. Le problème,

---

<sup>19</sup> On peut cependant prétendre, que le capital managérial est indirectement évalué par le marché financier.

du point de vue de l'efficacité économique globale, n'est alors pas tant de discipliner les dirigeants pour qu'ils agissent dans l'intérêt des actionnaires, que celui de protéger les dirigeants de pressions trop importantes, conduisant à une gestion court-termiste. La mobilité du capital financier, si elle permet de protéger les actionnaires, a pour contrepartie d'imposer une discipline qui peut être contreproductive aux dirigeants. Ce risque existe d'autant plus que le critère de performance le plus facilement mesurable est celui de la valeur actionnariale. Or, dans une perspective où la firme est décrite comme une relation d'agence « principaux multiples/agent-dirigeant unique », l'agent a un intérêt évident à faire porter ses efforts sur l'objectif privilégié par le principal le plus à même de contrôler sa performance et de l'évincer.

Il ne s'agit pas pour autant de conclure à l'efficacité d'un système où les dirigeants seraient exonérés de toute obligation de performance, mais plutôt de prétendre qu'un système de GE leur offrant une protection relative<sup>20</sup> serait plus efficace de par la latitude discrétionnaire supérieure offerte. Un tel système, qui permettrait de rentabiliser les investissements en capital humain spécifiques à la firme, suppose que les dirigeants soient jugés non pas sur la seule rentabilité des capitaux propres mais en fonction de la valeur partenariale secrétée et sur des critères qui permettent d'appréhender au moins indirectement le lien entre cette valeur et la politique d'investissement. En ce sens, on devrait constater sur le long terme, une meilleure performance au sens « partenarial », mais également au sens « actionnarial », pour les firmes qui privilégient les critères stratégiques et subjectifs ou de simples critères de parts de marché (de préférence aux critères financiers fondés sur la seule rentabilité des fonds propres) dans l'évaluation de la performance. Ce résultat semble *a priori* corroboré par la performance à long terme de l'économie japonaise, dont les firmes privilégient l'objectif de part de marché [J. C. Abegglen, G. Stalk 1985], voire les économies allemandes et françaises où les dirigeants semblent apparemment moins soumis à la contrainte du résultat financier à court terme. Ce point de vue est notamment conforme à celui qui a été exposé par M. E. Porter [1992] ou L. Thurow [1992] dans leurs critiques respectives du système américain.

---

<sup>20</sup> Le lien entre la performance organisationnelle et le pouvoir contraignant des systèmes disciplinaires sur les dirigeants n'a jamais été démontré [Dherment-Ferère 1996 ; pour une synthèse].

Une telle conclusion ne saurait être confortée<sup>21</sup> cependant que par la mise en évidence de liens entre des indicateurs de création de valeur partenariale et des variables explicatives telles que la latitude discrétionnaire des dirigeants et le pouvoir disciplinaire des actionnaires. Elle peut être testée également à partir de l'étude du comportement des firmes en cas de crise : le court-termisme implique le sacrifice des investissements de R&D les plus porteurs de création de valeur et la réduction du personnel<sup>22</sup>.

Une des conclusions, qu'on peut également tirer des développements précédents, est qu'un marché actif des dirigeants, qui serait fondé sur la performance financière réalisée pourrait être contraire à l'efficacité globale en accentuant le risque de court-termisme. Parallèlement, on peut trouver des arguments pour défendre les marchés des dirigeants qui accordent plus d'importance aux réseaux sociaux qu'à la performance financière, pour autant que ce type de système, en protégeant relativement les dirigeants, réduise leur incitation au court-termisme. Un tel argument peut être à même de justifier le résultat de certaines études empiriques françaises [B. Pigé 1996] qui ne trouvent aucun lien entre la performance financière et l'origine des dirigeants et dont les conclusions vont à l'encontre des critiques fréquentes adressées au mode de recrutement des dirigeants des firmes françaises [M. Bauer, B. Bertin-Mourot 1995]. On peut d'ailleurs supposer que la forte imbrication des dirigeants au sein de certains réseaux sociaux, constitutive de capital social, peut constituer une source d'avantages compétitifs.

---

<sup>21</sup> Comme le notent A. Shleifer, R. W. Vishny [1996] dans leur *survey* l'accusation de court-termisme qui frappe les entreprises américaines n'a pas été démontrée empiriquement.

<sup>22</sup> L'aspect réduction du personnel nous semble plus important que l'investissement proprement dit, car les compétences-clés résident dans le capital humain non reproductible. À ce titre, l'étude de B. J. Hall, D. E. Weinstein [1996] qui conclut à un comportement similaire des entreprises américaines et japonaises en matière d'investissement de R&D ne nous semble pas retenir l'élément le plus important pour mettre en évidence le comportement de court-termisme. Si on considère les licenciements en cas de difficultés, les entreprises japonaises se comportent de façon très différente de leurs consoeurs américaines. Cela ne signifie pas pour autant que les licenciements ne soient jamais une mesure appropriée pour recréer de la valeur. En situation d'excès de capacité, dans un secteur condamné à disparaître ou en fort déclin, en particulier si les coûts salariaux explicites sont largement supérieurs aux coûts d'opportunité et sont incompressibles, le retour à la création de valeur partenariale passe le plus souvent par des mesures de cette nature.

### **2.3. *Création de valeur et gouvernance des transactions avec les salariés***

Une firme ne peut créer durablement de la valeur que si elle dispose d'un avantage compétitif difficilement imitable par ses concurrents. Un tel avantage trouve son origine dans les ressources [J. B. Barney 1991] que se procure la firme et dans la combinaison qu'elle en fait. Les composantes les plus difficilement reproductibles sont liées au capital humain et aux arrangements organisationnels qui permettent d'instaurer une coopération et un apprentissage organisationnel efficaces au sein de la firme. Comme le souligne R. W. Coff [1997], les salariés constituent des actifs difficilement duplicables ou transférables en raison de leur spécificité, de leur imbrication dans les systèmes sociaux tant internes qu'externes à la firme et de la causalité ambiguë (au sens où elle est difficile à établir précisément) qu'ils entretiennent avec la performance. Ces deux derniers éléments sont également la source de dilemmes managériaux [R. W. Coff 1997] – les mêmes dilemmes existent au sein de la relation d'agence qui lie les actionnaires aux dirigeants – dans la mesure où les réseaux sociaux externes auxquels ont accès les salariés leur permettent de quitter plus facilement la firme et où la difficulté à cerner l'origine de la performance, due notamment à l'asymétrie d'information, est une source importante de risque moral.

La relation d'agence existant entre la firme et les salariés pose deux problèmes. D'une part, les salariés doivent être à même de préserver et d'accroître leur capital humain. D'autre part, la firme doit maintenir son avantage compétitif ainsi que la valeur du capital humain spécifique qu'elle a contribué à créer. Différents mécanismes permettent un alignement des intérêts des salariés et de la firme, en particulier les systèmes de participation financière et décisionnelle et les cultures organisationnelles fortes. Les différentes études menées en France concluent généralement à un effet positif limité de la participation financière sur la productivité ou la profitabilité [P. Artus *et al.* 1989 ; D. Vaughan-Whitehead 1992]. La plupart des tests portent cependant sur la liaison entre la participation et la rentabilité financière, échouant ainsi à mettre en évidence un lien avec la création de valeur partenariale.

L'étude de cette relation et des systèmes de GE qui lui sont associés est à replacer dans le cadre de la création et du partage de la valeur partenariale sur le long terme. Il ne semble pas que les législations nationales qui permettent le mieux de sauvegarder les intérêts des salariés, notamment en les associant aux organes de surveillance, aient entraîné des performances économiques inférieures. Un certain nombre d'études empiriques [J. Hubler, G. Schmidt 1996] qui met-

tent en évidence une réaction négative des cours à l'annonce de suppressions d'emplois et positive à celle de conflits sociaux paraissent confirmer le rôle positif des salariés dans la création de valeur (actionnariale dans ce cas). Une trop grande flexibilité dans la gestion des salariés pourrait accroître le risque de court-termisme dû à la pression des actionnaires. De plus, il est paradoxal, au vu des principes d'efficacité économique, de faire supporter le risque résiduel aux salariés qui, par définition, ne peuvent pas diversifier leur capital humain.

Un approfondissement de la gestion de cette composante du système de GE passerait par l'étude comparée au plan international de l'incidence de la flexibilité sur la création de valeur partenariale. Selon l'argumentation précédente, on devrait constater un lien inverse entre la création de valeur partenariale et la flexibilité, en particulier dans les secteurs à fort capital humain spécifique. *A contrario*, une trop grande rigidité dans la gestion des ressources humaines peut entraîner une baisse de la création de valeur en réduisant la latitude managériale dans le partage de la valeur. Dans une perspective d'efficacité, il conviendrait de préciser les conditions d'un compromis optimal entre la perte de valeur créée liée à une flexibilité de la politique de personnel et le gain éventuel dû à l'accroissement de la latitude par rapport aux différents SH.

La recherche de corrélations simples reste par ailleurs une réponse pauvre pour appréhender le lien entre la gestion de la relation firme/salariés et la création de valeur. Si, comme il est vraisemblable, le moteur essentiel de la création de valeur passe par l'investissement en capital humain, notamment *via* la formation – C. H. d'Arcimoles [1995] trouve une corrélation positive entre l'effort de formation et la performance – et l'accroissement du capital organisationnel, il est nécessaire d'approfondir l'analyse des mécanismes, notamment informels, qui facilitent cet investissement ou, inversement, qui le freinent.

#### **2.4. *Création de valeur et gouvernance des transactions avec les créanciers financiers***

Comme nous l'avons souligné, le financement propre externe représente une part faible du financement des firmes qui s'appuie majoritairement sur l'autofinancement et l'endettement. La nature de ce dernier varie sensiblement selon les systèmes financiers, en fonction de deux critères : la nature (financement de marché ou financement intermédié) et la maturité. On pourrait complexifier ce schéma en précisant que dans certains pays, notamment les pays latins, il existe des effets de substitution importants entre l'endettement

bancaire à court terme et le crédit commercial qui influent sensiblement sur la gestion de la relation d'agence entre les créanciers financiers et la firme.

Dans le cas de figure le plus répandu, les créanciers financiers participent relativement rarement au partage de la valeur créée, sauf s'ils sont également actionnaires ou s'ils détiennent des titres hybrides tels que les obligations convertibles. La rémunération qu'ils reçoivent est le plus souvent très proche du coût d'opportunité si leur prestation se réduit à un apport de fonds. La forte concurrence sur les marchés de capitaux implique que les financements obligataires standards se font le plus souvent au taux d'opportunité. La situation apparaît différente en présence d'un financement intermédié, même si la concurrence est importante, si la relation de prêt s'accompagne d'une assistance à la firme, d'une participation au capital ou d'un siège au CA. Une telle politique peut cependant comporter des risques importants comme l'a illustré l'exemple du Crédit Lyonnais, dont une part substantielle des pertes peut être imputée à la politique de banque-industrie mise en œuvre.

Les créanciers financiers n'étant pas intéressés (ou très faiblement) au partage de la valeur créée, leur principale préoccupation est de s'assurer que la valeur créée suffit à garantir la récupération des sommes prêtées et leur rémunération. La littérature normative [D. W. Diamond 1984] tend à montrer que la gestion de la relation d'endettement est plus performante lorsqu'elle est intermédiée, cependant cette efficacité reste à apprécier en fonction du cadre légal qui régleme les procédures en cas de défaillance. Ainsi, dans une étude comparative, K. M. J. Kaiser [1996] conclut que la législation française, particulièrement soucieuse de préserver la pérennité de la firme, conduit à une spoliation importante des créanciers, notamment des banques, et aboutit paradoxalement à un faible taux de redressement. Cette situation a notamment pour effet pervers de freiner le développement des concours bancaires envers les PME pour lesquelles l'asymétrie informationnelle est souvent plus affirmée, et de contraindre davantage l'espace discrétionnaire des dirigeants. Un risque plus important en cas de défaillance justifie que les banques exercent un contrôle *ex ante* plus rigoureux sur la nature des investissements financés et recherchent systématiquement des garanties, deux mesures qui peuvent freiner la création de valeur. Ce comportement des banques peut expliquer le recours important des firmes françaises (et plus généralement latines) au crédit commercial. Ce type de crédit, très souvent vilipendé, permet à la firme de se soustraire partiellement à la rigidité bancaire et est moins sujet à l'asymétrie d'information car le créancier sait nécessairement qu'il accompagne une transaction commerciale ; en outre, il peut, en

augmentant le prix d'opportunité pour le client, constituer un facteur de création de valeur.

L'influence du mode d'endettement et des systèmes de gestion de la dette mériterait également une étude internationale comparée afin de mieux comprendre leur incidence sur la création et le partage de la valeur. En particulier, dans quelle mesure conditionnent-ils la nature des investissements et la gestion des ressources humaines ? On peut supposer que l'élévation des frais fixes liés à l'endettement a pour effet de freiner le développement du capital humain et plus généralement du capital organisationnel [B. Cornell et A. C. Shapiro 1987] comparativement à une politique pure d'autofinancement, même si cette dernière présente l'inconvénient de faire dépendre le développement de la firme de sa position dans le cycle des affaires. Ainsi, sur la période 1978-1989, S. Bond et al. [1997] montrent que l'investissement des firmes anglaises a été plus sensible au niveau du *cash-flow* que celui de leurs concurrents d'Europe continentale. L'endettement bancaire se révèle cependant préférable au financement par fonds propres externes car, en permettant aux dirigeants d'échapper à la discipline des actionnaires, il implique moins de risque de court-termisme.

La poursuite du raisonnement sur le rôle de l'endettement dans la création de valeur conduit par ailleurs à contester sérieusement la théorie du *free cash flow* de M. C. Jensen [1986], selon laquelle l'obligation faite aux dirigeants de « dégorger » le *cash-flow* disponible (excédant les investissements à valeur actuelle nette positive), pour faire face au service de la dette, impliquerait un moindre gaspillage des fonds. L'analyse de la création de la valeur partenariale nous conduit, au contraire, à penser que la contrainte exercée par l'endettement, en impliquant une moins grande latitude dans la répartition de la valeur, incite les dirigeants à sous-investir dans le capital humain – la répartition défavorable de la rente créée nuisant à la croissance du capital humain spécifique – et aboutit de ce fait à une moindre grande création de valeur, même si cette conclusion semble à nuancer en fonction de la situation de la firme dans le cycle des affaires.

## **2.5. *Création de valeur et gouvernance des transactions commerciales***

L'analyse initiale de la chaîne de valeur montre qu'au delà des apporteurs de capitaux financiers et de capital humain, une part importante de la création et du partage de la valeur est liée aux relations qu'entretient la firme avec les fournisseurs de biens et services, ainsi qu'avec les clients.

Du côté des clients – l'analyse est réversible vis-à-vis des fournisseurs –, la firme accroît d'autant plus la valeur créée que le client dispose de peu d'alternatives. Cette situation peut avoir plusieurs origines. La firme peut se trouver en position favorable pour diverses raisons, des raisons économiques liées par exemple au caractère innovateur du produit ou des services qu'elle fournit, aux accords de partenariat éventuels qu'elle a liés avec le client et qui augmentent les coûts de sortie de la relation ou, encore, des raisons réglementaires qui font que le client est obligé de se fournir auprès de la firme, par exemple, parce que l'État impose le choix du fournisseur. Le client, s'il est libre dans sa négociation, aura d'autant plus tendance à poursuivre la relation que le prix explicite qui lui est facturé sera inférieur à son prix d'opportunité, c'est-à-dire qu'il s'approprie une part substantielle de la rente. Cette appropriation peut permettre d'établir une relation partenariale de long terme favorable à la création de valeur. À cet égard, la relation firme-client présente un caractère similaire à celle qui régit les rapports entre le salarié et la firme ; elle s'en sépare cependant dans la mesure où le capital engagé dans la relation est différent et où elle s'inscrit dans un cadre marchand et non dans un cadre hiérarchique.

Au sens large, l'environnement des relations firme-client participe également du système de GE. Il y a conflit d'intérêts (ou plutôt non-convergence totale) entre les deux parties et les mécanismes chargés de régir ces conflits contraignent l'espace discrétionnaire des dirigeants. La prise de participation, croisée ou non, accompagnée ou non d'un siège au CA (ou d'échanges d'administrateurs), constitue au delà des accords commerciaux ou de partenariat, un mode de gestion particulier de ce type de relation. Cette situation fréquente permet, par un meilleur accès à l'information, de mieux contrôler la valeur créée et son partage. Dans ce contexte, l'analyse de la relation actionnaires/firme ne peut se faire indépendamment de la relation commerciale ou industrielle, or ce type de relation, dans les approches traditionnelles n'est jamais analysé en tant que tel ; le rôle des actionnaires (à l'exception des banques) est perçu comme se limitant à un apport de capital financier. Cette hypothèse est particulièrement contestable au sein du capitalisme actuel dont le développement s'appuie sur une progression importante des accords d'alliance et de partenariat, notamment dans le contexte français où les échanges de participation pour des raisons de coopération sont très répandues. Il en va de même dans les structures capitalistes japonaises. Ce type d'actionnariat se distingue fondamentalement de l'analyse traditionnelle du rôle de l'actionnaire car il s'agit le plus souvent d'un partenariat de long terme où l'objectif n'est pas prioritairement la rémunération du ca-

pital financier apporté, mais l'accroissement de la rente liée à la relation industrielle et commerciale et son partage. Ces relations commerciales peuvent également s'accompagner de relations financières prenant la forme de prêts interfirmes ou de crédit commercial. La seule appréciation de la valeur créée à partir de la valeur actionnariale est inapte à rendre compte de ces processus complexes de création et de partage de la valeur.

Le point précédent est particulièrement crucial pour comprendre le fonctionnement de systèmes de GE, tels que le CA. Ainsi, de nombreux travaux – par exemple R. S. Burt [1983], dans la perspective de la théorie de la dépendance envers les ressources – ont montré que les relations commerciales et financières associées, jouaient un rôle important pour expliquer la composition et le rôle des CA. Le rôle de certains administrateurs n'est plus alors de défendre les intérêts des actionnaires en tant que tels, mais de surveiller le bon déroulement des relations de partenariat, ce qui peut expliquer en partie qu'il soit difficile d'établir un lien empirique concluant entre la composition du CA et la performance financière.

Indépendamment de ces liens particuliers, l'intérêt d'un dirigeant peut être de favoriser un partage de la valeur favorable à la pérennité d'une relation commerciale et porteuse d'un développement potentiel, plutôt que de redistribuer la valeur créée aux actionnaires, d'autant plus que cette relation peut contribuer à mieux l'enraciner si elle a un caractère idiosyncratique. Ainsi, si la poursuite d'une relation commerciale nécessaire à la pérennité de la firme, est liée à la personnalité-même du dirigeant, il est vraisemblable que les actionnaires hésiteront à s'en séparer même s'ils jugent que la part de la valeur créée qui leur revient, est insuffisante. Cet aspect de l'enracinement des dirigeants est rarement évoqué, alors qu'il est probablement plus répandu, car plus facile à mettre en œuvre, que l'accroissement du caractère spécifique des actifs acquis, sauf à associer à la notion de relation commerciale idiosyncratique, celle de fonds de commerce spécifique au dirigeant.

## **Conclusion**

La mesure de la valeur partenariale que nous proposons présente principalement un intérêt théorique car d'une part, elle est fondée dans ses principes – du point de vue de l'analyse de la rente créée – et d'autre part, elle permet de revisiter le problème de la création et du partage de la valeur dans une perspective enrichie qui ne se limite

pas aux seuls actionnaires<sup>23</sup>. Les défenseurs de la mesure traditionnelle de la valeur créée objecteront que son opérationnalisation est particulièrement complexe puisqu'elle suppose l'identification des prix et des coûts d'opportunité pour les différents SH. Cette critique, justifiée, peut cependant leur être retournée, en raison des critiques portées par la « nouvelle finance<sup>24</sup> » [R. A. Haugen 1996] aux mesures traditionnelles du coût des fonds propres. Par ailleurs, même si on retient les mesures données par le Medaf, l'incertitude statistique qui entache les estimations des coefficients de sensibilité suffit à douter très fortement de la fiabilité des mesures de la création de valeur pour les actionnaires et de celle des classements des sociétés fondés sur l'EVA.

Il ne s'agit pas pour autant de faire le procès des mesures traditionnelles de la création de valeur qui répondent à un souci légitime des actionnaires, celui d'obtenir une rémunération « suffisante » de leurs capitaux. Néanmoins, on ne voit pas pour quelles raisons, ce souci ne s'étendrait pas aux autres SH. D'une part, ils peuvent prétendre, tant des points de vue de l'efficacité que de l'équité, recevoir la juste contrepartie de leurs contributions. D'autre part, ils sont à l'origine de la composante la plus importante de la valeur créée et leurs transactions n'étant pas le plus souvent totalement garanties, ils assument une partie du risque résiduel ; à ces deux titres, leur participation au partage de la rente globale se justifie.

Toutefois, l'intérêt principal de la mesure de la valeur partenariale ne réside pas dans son caractère instrumental mais dans la modification des grilles de lecture traditionnelles liant les systèmes de GE à la création de valeur, à laquelle elle conduit. Elle permet notamment de resituer le rôle des actionnaires au sein de l'ensemble des SH et de montrer que la plupart des préconisations qui visent à renforcer leur pouvoir peuvent en fait s'opposer à un objectif de maximisation de la valeur partenariale et se révéler finalement contraires même à leur objectif de maximisation de la valeur actionnariale.

---

<sup>23</sup> On notera d'ailleurs une certaine parenté entre cette analyse et celle des comptes de surplus même si le recours aux prix et aux coûts d'opportunité fait diverger sensiblement les deux types d'analyses.

<sup>24</sup> La « nouvelle finance », dont on trouvera une présentation résumée dans R. A. Haugen [1996], cherche à expliquer les résultats empiriques obtenus sur la liaison réelle entre rentabilité et risque, qui ne peuvent être prédits par le Medaf. En particulier, il apparaît que les firmes dont le ratio valeur comptable/valeur boursière est élevé, ont tendance à obtenir des taux de rentabilité supérieurs. Ce phénomène pourrait s'expliquer par la tendance qu'aurait le marché à surestimer systématiquement la durée des profits anormaux. Ces phénomènes sont également constatés sur le marché parisien [T. Chauveau, M. Idriss 1997].

Le problème de l'efficacité des systèmes des GE ne peut être posé que dans un cadre élargi à l'ensemble des SH, notamment lorsqu'il s'agit de comparer les systèmes anglo-saxons et les systèmes germano-nippon ou latins ; il doit également être étudié dans une perspective systémique tenant compte des phénomènes de substituable et de complémentarité entre les différents types de mécanismes disciplinaires qui complexifient l'étude de l'origine de la performance [G. Charreaux 1997].

Enfin, nous voudrions conclure en soulignant le danger du « mesurable ». Il est peu contestable que la focalisation sur la relation dirigeants/actionnaires au sein du débat actuel sur le GE soit liée au caractère mesurable et objectif de la valeur boursière, dont on dispose en permanence pour les sociétés cotées. Or, il n'est pas inutile de rappeler que cette mesure ne reflète l'intégralité de la valeur créée (c'est-à-dire la valeur partenariale) que sous des hypothèses extrêmement strictes quant au fonctionnement des différents marchés, qui sont loin d'être satisfaites et qui ne le seront jamais, la création de valeur passant par celle d'imperfections dans les marchés, notamment d'asymétries d'information. Il apparaît donc nécessaire, même si le coût en est élevé, d'orienter les recherches vers d'autres approches, peut-être plus qualitatives, de la valeur créée et d'étudier le problème du GE en fonction d'un concept conforme aux visions théoriques dominantes de la firme. Pour mieux illustrer le caractère pernicieux du « mesurable », nous terminerons par une analogie avec le domaine de l'enseignement, où il serait difficile d'admettre que la totalité de la valeur créée par la fonction éducative puisse se mesurer par la note attribuée, le seul objectif de la recherche de la note maximale par l'étudiant entraînant d'ailleurs des risques de court-termisme que chacun connaît bien. Il semblerait que les vertus incitatives du « mesurable » aient les mêmes conséquences dommageables dans le domaine de la création de valeur des firmes...

## Bibliographie

- Abbeglen J. C., Stalk G. [1985], *Kaisha, The Japanese Corporation*, New York : Basic Books.
- Albert M. [1991], *Capitalisme contre capitalisme*, Éditions du Seuil.
- Allouche J., Amann B. [1995], « Le retour triomphant du capitalisme familial », Larego, Université de Versailles Saint Quentin en Yvelines, Cahier de recherche.
- Aoki M. [1984], *The Co-operative Game Theory of the Firm*, Oxford University Press.

- Arcimoles (d') C. H. [1995], *Diagnostic financier et gestion des ressources humaines*, Paris, Economica.
- Artus P., Legendre F., Morin P. [1989], « Le partage des profits incite-t-il à travailler plus? », *Économie et Prévision*, Vol. 87, p. 105-111.
- Barney J. B. [1991], Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, *Journal of Management*, Vol. 17, p. 99-120.
- Bauer M., Bertin-Mouroit B. [1995], « L'accès au sommet des grandes entreprises françaises 1985-1994 », CNRS et Boyden.
- Bertalanfy (Von) L. [1968], *General System Theory*, New York : Braziller.
- Blair M. M. [1995], *Ownership and Control*, The Brookings Institution.
- Bond S., Elston J., Mairesse J., Mulkay B. [1997], « Financial Factors and Investment in Belgium, France, Germany and the UK : a Comparison Using Company Panel Data », *NBER, Working Paper Series*, 5900.
- Brandenburger A. M., Stuart Jr H. W. [1996], « Value-Based Business Strategy », *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol. 5, p. 5-24.
- Burt R. S. [1983], *Corporate Profits and Cooptation : Networks of Market Constraints and Directorate Ties in the American Economy*, Academic Press.
- Castanias R. P., Helfat C. E. [1991], « Managerial Resources and Rents », *Journal of Management*, Vol. 17, p. 155-171.
- Charreaux G. [1997], « Vers une théorie du gouvernement des entreprises » in G. Charreaux, Éd. [1997], *Le gouvernement des entreprises*, Paris, Economica, p. 421-469.
- Chauveau T., Idriss M. [1997], « Le marché parisien surréagit-il ? », Caisse des Dépôts et Consignations, Document de travail, Série Finance et Économétrie Financière, N° 1997.
- Coff R. W. [1997], « Human Assets and Management Dilemmas : Coping with Hazards on the Road to Ressource-Based Theory », *Academy of Management Review*, Vol. 22, p. 374-402.
- Cornell B., Shapiro A. C. [1987], « Corporate Stakeholders and Corporate Finance », *Financial Management*, Spring, p. 5-14.
- Demirag I. [1995], « Short-term Performance Pressures : is There a Consensus View », *The European Journal of Finance*, Vol. 1, p. 41-56.

- Dherment-Ferère I. [1996], *Changements de dirigeants et richesse des actionnaires*, Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université d'Aix-Marseille 3.
- Diamond D. W. [1984], « Financial Intermediation and Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies*, Vol. 51, p. 393-414.
- Gresov C., Drazin R. [1997], Equifinality : Functional Equivalence in Organization Design, *Academy of Management Review*, Vol. 22, p. 403-428.
- Hall B. J., Weinstein D. E. [1996], « The Myth of the Patient Japanese : Corporate Myopia and Financial Distress in Japan and the US », *NBER, Working Paper Series*, 5818.
- Haugen R. A. [1996], « Finance from a New Perspective », *Financial Management*, Vol. 25, p. 86-97.
- Hirschmann A. O. [1970], *Exit, Voices, and Loyalty*, Harvard University Press, traduction française, *Face au déclin des entreprises et des institutions* [1972], Économie et Humanisme.
- Hubler J., Schmidt G. [1996], « L'effet des annonces de décisions de GRH sur les cours boursiers des entreprises françaises ; application d'une méthodologie d'études d'événements », 13e Journées des IAE, Toulouse, p. 448-467.
- Jensen M. C. [1986], « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, Vol. 76, p. 323-329.
- Jensen M. C., Meckling W. H. [1976], « Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, p. 305-360.
- Kaiser K. M. J. [1996], « European Bankruptcy Laws : Implications for Corporations Facing Financial Distress », *Financial Management*, Vol. 25, p. 67-83.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. [1996], « Law and Finance », *NBER, Working Paper Series*, 5661.
- Milgrom P., Roberts J. [1990], « Bargaining Costs, Influence Costs, and the Organization of Economic Activity », in J. Alt, K Shepsle, Eds, *Perspectives on Positive Political Economy*, Cambridge University Press, p. 57-89.
- Milgrom P., Roberts J. [1992], *Economics, Organization and Management*, Prentice-Hall.
- Myers S. C. [1990], « Still Searching for Optimal Capital Structure », in R. Kopcke, E. Rosengren, Eds, *Are the Distinction between Debt and Equity Disappearing ?*, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series, Vol. 33, p. 80-95.

- Myers S. C., Majluf N. [1984], « Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not Have », *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, p. 187-221.
- Pigé B. [1996], « Existe-t-il un marché du travail des dirigeants ? », *Revue Française de Gestion*, Vol. 111, p. 239-249.
- Pigé B. [1997], « Les systèmes d'incitation à la performance : rémunération et révocation des dirigeants », in G. Charreaux, Éd. [1997], *Le gouvernement des entreprises*, Paris, Économica, p. 241-271.
- Porter M. E. [1985], *Competitive Advantage*, New York, The Free Press, traduction française, *L'avantage concurrentiel* [1986], Paris, InterÉditions.
- Porter M. E. [1992], « Capital Disadvantage : America's Failing Capital Investment System », *Harvard Business Review*, September-October, p. 65-82.
- Shleifer A., Vishny R. W. [1989], « Management Entrenchment : the Case of Managers Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, p. 123-139.
- Shleifer A., Vishny R. W. [1996], « A Survey of Corporate Governance », NBER, *Working Paper Series*, 5554.
- Thurrow L. [1993], *Head to Head : The Coming Economic Battle Among Japan, Europe and America*, Warner Books.
- Vaughan-Whitehead D. [1992], *Intéressement, participation, actionnariat : impacts économiques dans l'entreprise*, Paris, Économica.
- Williamson O. E. [1985], *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, The Free Press.
- Yoshimori M. [1995], « Whose Company is it ? The Concept of the Corporation in Japan and the West », *Long Range Planning*, Vol. 28.