

# Introduction générale

Gérard CHARREAU

---

Le thème de la *corporate governance*, du gouvernement des entreprises, est actuellement l'objet de nombreux débats, en France, en raison des multiples scandales qui ont agité les milieux des affaires depuis quelques années. Cette attention nouvelle, portée à ce domaine particulièrement important pour comprendre les déterminants de la performance des entreprises, reste cependant le plus souvent très superficielle, dans la mesure où elle s'intéresse principalement aux excès les plus évidents, fortement médiatisés, et aux seules relations entre les actionnaires et les dirigeants et où elle s'appuie rarement sur une réflexion théorique solide.

Comme nous le verrons, le domaine du gouvernement des entreprises dépasse la seule relation entre les actionnaires et les dirigeants et doit être défini de façon beaucoup plus large, si on souhaite qu'il puisse contribuer significativement au débat portant sur l'origine de la performance des entreprises, en particulier dans un cadre international. En conséquence, nous en donnerons la définition suivante : *le gouvernement des entreprises recouvre l'ensemble des mécanismes organisationnels 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, centrée sur le rôle déterminant des dirigeants, permet de dépasser l'analyse des relations entre les actionnaires et les dirigeants, souvent privilégiée, par exemple avec les réflexions entreprises sur le rôle du conseil d'administration, et de replacer le problème du gouvernement des entreprises dans l'ensemble de contrats et de relations qu'entretient l'entreprise (et ses dirigeants) avec ses multiples partenaires, qu'ils soient actionnaires, mais également, banquiers, salariés, clients ou pouvoirs publics...

Par ailleurs, une éventuelle réforme du système français de gouvernement des entreprises, (à supposer qu'elle soit souhaitable), aura d'autant plus de chances d'être efficace qu'elle reposera sur une meilleure connaissance et compréhension du système actuel, qui ne peut être apportée que par des études empiriques et théoriques approfondies, lesquelles restent actuellement peu répandues dans le contexte français.

L'objectif principal du présent ouvrage, consacré au thème du gouvernement des entreprises, est de réunir et de diffuser les résultats issus d'un certain nombre de recherches conduites par les membres de l'équipe de recherche en finance et contrôle organisationnels du Programme Doctoral en Sciences de Gestion de l'Université de Bourgogne<sup>1</sup>, dirigé par Gérard Charreaux. Les seize contributions, qui constituent les différents chapitres, ont été rédigées par sept auteurs. Il s'agit, soit d'articles publiés antérieurement dans différentes revues<sup>2</sup> (Finance, Revue Française de Gestion, Revue Économique, Revue d'Économie Financière, Revue d'Économie Industrielle, Économie et Sociétés), éventuellement remaniés et mis à jour, soit de contributions inédites<sup>3</sup> (pour huit d'entre elles), issues fréquemment de thèses récemment soutenues<sup>4</sup>. Les premiers travaux sur le gouvernement des entreprises ont été entrepris à Dijon, il y a plus d'une décennie, à l'initiative de Gérard Charreaux et de Jean-Pierre Pitol-Belin, avec pour premier objet, l'étude du rôle, du fonctionnement et de la composition du conseil d'administration des sociétés cotées françaises<sup>5</sup>. Si cette première direction n'a pas été abandonnée, comme en témoigne la thèse récemment soutenue par Laurence Godard, sur les liens entre le conseil d'administration, la stratégie et la performance financière, elle s'est accompagnée de l'ouverture d'autres axes de recherche, ayant permis d'aboutir à des contributions figurant dans cet ouvrage, sur le rôle des *stock-options*, de l'actionnariat des salariés, de l'ingénierie financière et de la participation financière (Philippe Desbrières<sup>6</sup>), les systèmes de rémunération et le *turnover* des dirigeants (Benoît Pigé), les relations avec les banques (Mehdi Nekhili), le rôle des *holdings* (Christine Belin-Munier), ou encore, les stratégies d'enracinement des dirigeants (Mathieu Paquerot).

---

1. Ce programme doctoral, émanation de l'IAE de Dijon, est une composante de l'École doctorale de gestion et d'économie des organisations, qui est issue de la coopération des programmes doctoraux de sciences de gestion de Dijon et d'économie de Besançon. Le programme doctoral de sciences de gestion est associé au LATEC (Laboratoire d'Analyse et de Techniques Économiques), UMR CNRS et diffuse ses résultats principaux dans les cahiers du CREGO (Centre de Recherche en Économie et Gestion des Organisations), composante du LATEC.

2. Nous remercions les rédactions de ces différentes revues pour nous avoir permis de reproduire ces articles.

3. Le contenu de ces travaux a cependant fait l'objet de présentations, soit lors de différents colloques (notamment dans ceux organisés par l'Association Française de Finance), soit lors de séminaires de recherches.

4. Ces différentes thèses ont toutes été dirigées par Gérard Charreaux.

5. De ces travaux est issu un ouvrage consacré à ce thème, Charreaux et Pitol-Belin, «Le conseil d'administration», Vuibert, 1990.

6. Précisons que Philippe Desbrières avait commencé à travailler dans cette direction à l'ESA Grenoble, avant de rejoindre l'IAE de Dijon. En particulier, son livre «Participation financière, *stocks-options* et rachats d'entreprise par les salariés», Economica, 1991, ainsi que les chapitres 10 et 13 du présent ouvrage sont issus des travaux faits à cette époque.

D'autres recherches doctorales <sup>7</sup>, non encore achevées, sont actuellement en cours, toujours dans ce même domaine, touchant notamment à l'évolution des systèmes permettant de discipliner les dirigeants en période de difficultés, aux déterminants de l'horizon d'investissement des dirigeants, à la stratégie et aux systèmes de motivation et de contrôle des *managers* des divisions et des filiales, à l'incidence de l'intervention d'un organisme de capital-risque sur la structure et la performance organisationnelles, aux rôles des audits externes, à l'évolution et à la comparaison de l'efficacité des différents systèmes de règlement de la faillite, ou encore, dans une perspective élargie à d'autres types d'organisation, à la relation entre la structure, la performance et la politique de financement, dans le cadre de la gestion des communes.

Le trait commun à l'ensemble de ces recherches, outre leur rattachement au domaine du gouvernement des entreprises, est qu'elles s'inscrivent dans le courant de recherche fondé sur les théories contractuelles des organisations, constitué principalement à partir des théories de l'agence et des coûts de transaction. Ce fondement théorique a cependant été élargi dans les travaux les plus récents, de façon à tenter d'intégrer les apports des théories qui privilégient les relations de dépendance et de pouvoir et à prendre en compte, les relations avec l'environnement institutionnel. La théorie de l'enracinement des dirigeants qui a inspiré plusieurs contributions de cet ouvrage, peut être considérée comme s'inscrivant dans cette perspective. Même si à l'origine, elle repose sur les mêmes hypothèses fondamentales — l'existence de conflits d'intérêts entre les différents partenaires constituant l'entreprise et l'opportunisme des agents — issues des théories de l'agence et des coûts de transaction, elle s'en sépare fondamentalement dans la mesure où elle abandonne implicitement le principe d'efficacité pour expliquer le jeu des mécanismes organisationnels. Autrement dit, elle privilégie l'interprétation issue de l'hypothèse d'enracinement des dirigeants, plutôt que celle, plus optimiste, consistant à supposer l'efficacité des mécanismes <sup>8</sup>, fondée sur la minimisation des coûts organisationnels. Ce renouvellement de perspective implique que les travaux présentés peuvent paraître hétérogènes, sinon contradictoires. Cette hétérogénéité, cependant, ne nous semble pas préjudiciable à l'intérêt des travaux présentés ; elle ne fait que rendre compte de la complexité du domaine étudié, des difficultés à l'appréhender et de la nécessité d'en approfondir la connaissance.

### **CONTRÔLE DES DIRIGEANTS, STRUCTURE ORGANISATIONNELLE ET PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE**

L'étude du gouvernement des entreprises ne peut se faire sans appréhender les liens qui unissent, le système de contrôle des dirigeants, la structure

---

7. Ces recherches sont dirigées par Gérard Charreaux ou par Philippe Desbrières, dans le cadre du programme doctoral en sciences de gestion.

8. Nous supposons alors que l'enracinement est contraire à l'efficacité, ce qui n'est pas nécessairement le cas.

organisationnelle et la performance de la firme. Ce type d'étude représente une extension de celles qui, dans le courant de la théorie des droits de propriété, ont tenté ou tentent d'établir un lien entre la structure de propriété et la performance. Au delà de la simple structure de l'actionnariat, elles enrichissent la problématique en intégrant la forme organisationnelle, les différents systèmes de contrôle des dirigeants et les stratégies d'enracinement de ces derniers.

Le chapitre 1<sup>9</sup>, intitulé «Modes de contrôle des dirigeants et performance des firmes», rédigé par **Gérard Charreaux**, a pour premier objectif, de présenter les principales étapes par lesquelles s'est constitué le cadre d'analyse théorique qui permet d'étudier le lien entre les différents modes de contrôle des dirigeants, constituant le système de gouvernement de l'entreprise et la performance de la firme. Ce cadre qui s'appuie sur les théories des droits de propriété, de l'agence et des coûts de transaction, privilégie l'étude de la relation entre les actionnaires et les dirigeants. Le deuxième objectif consiste à proposer une critique et un élargissement de ce cadre d'analyse, afin de prendre en compte les différents conflits d'intérêts existants entre les dirigeants et l'ensemble des cocontractants (créanciers, salariés, clients, fournisseurs, pouvoirs publics...) avec la firme. Enfin, le troisième objectif est d'analyser l'efficacité des différents modes de résolution des conflits pour les différents partenaires et de montrer comment les réponses à ces conflits peuvent déterminer la stratégie et influencer la performance finale. La vision défendue dans ce chapitre, qui privilégie la thèse de l'enracinement des dirigeants, conduit à contester la vision optimiste qui sous-tend implicitement la théorie de l'agence et selon laquelle, seules les formes organisationnelles les plus efficaces, survivent à terme.

Une des questions centrales dans les recherches entreprises sur les systèmes de gouvernement des entreprises porte sur l'éventuelle relation entre ces derniers et la performance des entreprises. De nombreuses recherches ont tenté de répondre à cette question dans le cadre de la théorie des droits de propriété, en privilégiant la relation entre la structure de propriété et la performance. L'objectif du chapitre 2<sup>10</sup>, «Structure de propriété, relation d'agence et performance financière», dû à **Gérard Charreaux**, est d'une part, de réexaminer l'existence de ce lien sur un échantillon de sociétés cotées françaises et plus généralement, d'étendre la problématique traditionnelle, en étudiant l'incidence de la forme organisationnelle et des différents systèmes disciplinaires internes et externes, sur la performance. À cette fin, trois types de sociétés sont distingués : les sociétés managériales, les sociétés contrôlées et les sociétés familiales. Les conclusions obtenues corroborent la thèse de la neutralité de la

---

9. Ce chapitre est issu d'un article publié dans la Revue d'Économie Industrielle, n° exceptionnel, hors-série, 1er trimestre 1995, p.135-172. Il est reproduit avec l'aimable autorisation de l'éditeur : les Éditions Techniques et Économiques, 3, rue Soufflot Paris 5ème.

10. Ce chapitre est issu d'un article publié dans la Revue Économique, Vol.42, n°3, mai 1991, p.521-552. Nous remercions la rédaction de cette revue pour nous avoir permis de reproduire cet article.

structure de propriété, et plus généralement de la forme organisationnelle, lorsqu'on adopte le point de vue des actionnaires. En revanche, si l'objectif de maximisation de la valeur de la firme (mesurée par la somme des fonds propres et des dettes financières) est retenu, les sociétés familiales réalisent une performance supérieure. L'origine de ce dernier résultat qui confirmerait l'hypothèse de convergence des intérêts — la performance serait d'autant plus importante que le dirigeant détiendrait une part importante du capital —, pourrait se situer dans l'importance des coûts d'agence liés à l'endettement dans ce type de firme. Les résultats obtenus confirment également le rôle positif du conseil d'administration pour discipliner les dirigeants des sociétés managériales.

Le chapitre 3 «Les *holdings* comme outil de gouvernement des entreprises», rédigé par **Christine Belin-Munier**, est particulièrement important dans la mesure où il porte sur un aspect original du système de gouvernement des entreprises françaises, le recours aux *holdings*, lesquels représentent le tiers des sociétés françaises cotées. Ce contexte particulier, différent du contexte anglo-saxon, n'avait jamais été étudié de façon approfondie. L'analyse des *holdings*, faite dans le cadre des théories des coûts de transaction et de l'agence, permet d'aboutir à plusieurs hypothèses testables originales concernant d'une part, une éventuelle supériorité de la forme *holding* pour contrôler les filiales, assurer le financement du groupe et résoudre les conflits d'agence et d'autre part, la justification de la traditionnelle «décote». La mise en perspective des *holdings* avec la théorie de l'enracinement des dirigeants permet également de les expliquer en tant que levier d'enracinement et de prédire la disparition à terme des minoritaires au sein des filiales de *holdings*. Les résultats des tests pratiqués sur un échantillon important de sociétés cotées françaises aboutissent à plusieurs conclusions importantes sur l'efficacité des *holdings*, en distinguant les *holdings* cotés des non cotés et sur le rôle qu'ils jouent comme levier d'enracinement, comme mode d'organisation des financements et comme outil de contrôle des actionnaires majoritaires.

Dans le chapitre 4, «Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structures de contrôle», **Mathieu Paquerot**, étudie les relations entre les stratégies d'enracinement des dirigeants, les structures de contrôle et la performance de la firme. Il s'agit de la première recherche visant à tester de façon approfondie la théorie de l'enracinement, dont les conclusions diffèrent de celle de l'agence, dans la mesure où les dirigeants sont censés parvenir à neutraliser les différents systèmes de contrôle. Après avoir rappelé les fondements de cette théorie, l'auteur construit une théorie dynamique de l'enracinement en fonction du cycle de vie des dirigeants, en distinguant trois phases : la valorisation, la réduction du contrôle exercé par les *stakeholders* et la consommation. Fondée sur l'hypothèse que les dirigeants s'enracinent prioritairement en mettant en place des réseaux grâce au cumul de mandats de Pdg et d'administrateurs, l'étude porte sur la relation entre les variables représentant l'enracinement, la structure du conseil, le *turnover* (tant des dirigeants que des administrateurs), le risque et la performance de la firme et

l'efficacité des différentes formes de contrôle. Les résultats corroborent très majoritairement la théorie de l'enracinement et concluent à l'inefficacité de la plupart des moyens de contrôle. Plus l'enracinement des dirigeants est important, moins la performance de la firme apparaît satisfaisante. Par ailleurs, la théorie des cycles de vie des dirigeants et des phases d'enracinement est également corroborée.

### LA GESTION DE LA RELATION ACTIONNAIRES-DIRIGEANTS

Sous l'influence anglo-saxonne, l'étude de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants, notamment *via* le conseil d'administration, a été particulièrement privilégiée. Il apparaît cependant que le rôle du conseil d'administration dans le contrôle des dirigeants est plus ou moins actif selon le type de société considéré, notamment en fonction de la structure de l'actionnariat. Par ailleurs, ce rôle ne peut être appréhendé correctement que dans la mesure où la relation entre les leviers dont dispose le conseil d'administration, c'est-à-dire, les politiques de rémunération et de révocation, et la performance des dirigeants, est mieux connue. Parmi les systèmes de rémunération permettant d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, celui des *stock-options* joue un rôle particulier, notamment en permettant aux dirigeants de signaler leur information privée. La gestion de la relation entre actionnaires et dirigeants a cependant beaucoup évolué lors de la dernière décennie en raison de l'apparition de nouvelles formes de fonds propres, qui permettent aux dirigeants de faire jouer d'importants effets de levier en termes de pouvoir.

Dans le chapitre 5 <sup>11</sup>, «Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise», **Gérard Charreaux** fait une synthèse des analyses théoriques (issues des théories de l'agence et des coûts de transaction) et des résultats empiriques concernant le conseil d'administration. Après avoir rappelé le cadre d'analyse de cet organe proposé par la théorie de l'agence, il le présente comme un maillon du système de gouvernement des entreprises, avant d'examiner comment s'exerce sa fonction disciplinaire au moyen de deux leviers, la politique de rémunération et de révocation des dirigeants. Enfin, il étudie la relation présumée entre le conseil d'administration et la performance de la firme. Cet article conclut à une efficacité limitée du conseil d'administration comme organe disciplinaire qui s'explique par le comportement d'enracinement des dirigeants, les stratégies personnelles des administrateurs et l'hétérogénéité de sa composition. Une éventuelle réforme du rôle de cet organe suppose cependant, et préalablement, une meilleure compréhension de son articulation avec les autres mécanismes composant le système de gouvernement des entreprises.

---

11. Ce chapitre est issu d'un article publié dans la Revue d'Économie Financière, n°31, hiver 1994, p.49-79. Nous remercions la rédaction de cette revue de nous avoir permis de reproduire cet article.

Le chapitre 6 <sup>12</sup>, «La théorie contractuelle des organisations : une application au conseil d'administration», permet à **Gérard Charreaux et Jean-Pierre Pitol-Belin** de proposer une introduction à la théorie contractuelle des organisations afin d'en montrer le pouvoir explicatif sur l'exemple particulier du conseil d'administration. Si la théorie contractuelle a beaucoup évolué depuis la rédaction de cet article (publié en 1985), les résultats qu'il contient sur les conseils d'administration des sociétés cotées françaises gardent tout leur intérêt, tant du point de vue descriptif, que pour illustrer le pouvoir explicatif de la théorie. Un des résultats les plus intéressants consiste dans la mise en évidence d'une typologie de trois catégories de sociétés : les familiales, celles qui sont contrôlées par une autre firme et les managériales, associées à trois modalités de gestion de la relation d'agence entre les actionnaires et les dirigeants. À ces trois catégories de sociétés, correspondent trois types de conseil d'administration, dont les rôles et les compositions diffèrent. Cette typologie est validée sur un échantillon d'une centaine d'entreprises cotées françaises.

Au chapitre 7 <sup>13</sup>, «Image et réalités du conseil d'administration», **Gérard Charreaux et Jean-Pierre Pitol-Belin** présentent les résultats d'une enquête effectuée en 1987, auprès d'une centaine de présidents de sociétés cotées françaises. Ces résultats modifient sensiblement l'image traditionnelle du conseil d'administration diffusée et entretenue par les médias. En particulier, le conseil d'administration qui assure effectivement un rôle actif dans la préparation et/ou dans le contrôle des décisions, apparaît être un maillon essentiel du système de gouvernement des entreprises. Ce chapitre présente de nombreuses données sur les caractéristiques des administrateurs (âge, sexe, statut, durée des fonctions...), sur la composition des conseils, les facteurs qui les font évoluer, leur rôle et leur fonctionnement et sur les souhaits des Pdg relativement à leur évolution. Par ailleurs, conformément aux prédictions de la théorie de l'agence, dans la mesure où le conseil d'administration n'est qu'un maillon du système global de gouvernement des entreprises, il est confirmé que la composition, le rôle et le fonctionnement du conseil varient selon le type d'entreprise considéré, société familiale, contrôlée ou managériale. Les conseils des sociétés managériales ont le plus souvent un rôle plus actif, lié notamment à plus forte proportion d'administrateurs externes.

**Laurence Godard**, dans le chapitre 8, «Conseil d'administration, systèmes de contrôle et d'incitation des dirigeants et stratégie des entreprises», approfondit l'analyse des relations entre le conseil d'administration, les

---

12. Ce chapitre constitue une version révisée d'un article publié dans *Economie et Sociétés* (revue publiée par ISMEA Paris et les Presses Universitaires de Grenoble), série Sciences de Gestion, Tome 19, n°6, p.149-181 ; en particulier, les tests qu'il contient ont été effectués sur un nombre très supérieur d'entreprises. Nous remercions la rédaction de cette revue de nous avoir permis de reproduire cet article.

13. Ce chapitre est issu d'un article publié dans la *Revue Française de Gestion*, n°74, Juin-Juillet-Août, p.51-61. Nous remercions la rédaction de cette revue de nous avoir permis de reproduire cet article.

systèmes de contrôle des dirigeants et la stratégie des entreprises. Il s'agit du seul travail d'investigation, existant actuellement sur cette relation, portant sur des entreprises françaises. Après avoir montré la relation de causalité réciproque qui lie le conseil d'administration et la stratégie des entreprises et insisté sur le rôle des systèmes de contrôle des dirigeants dans la relation stratégie/structure, l'auteur formule un ensemble d'hypothèses originales, liant la composition du conseil d'administration, la nature des systèmes de contrôle et de rémunération des dirigeants et la stratégie suivie par l'entreprise. Ces hypothèses sont testées sur un échantillon d'entreprises françaises. Les résultats obtenus confirment dans certains cas les liens supposés entre la stratégie, le conseil d'administration et les systèmes de contrôle et d'incitation auquel il recourt. Ainsi, les entreprises poursuivant une stratégie de diversification dans des activités non liées ont des conseils d'administration dominés par des administrateurs externes qui privilégient les contrôles financiers et les systèmes de rémunération fondés sur la performance. Par ailleurs, l'analyse de causalité montre que l'influence principale va de la stratégie vers la composition du conseil et la nature des contrôles ; la relation inverse n'ayant qu'une influence secondaire.

L'objectif de la contribution de **Benoît Pigé**, qui constitue le chapitre 9, «Les systèmes d'incitation à la performance : rémunération et révocation des dirigeants», est d'analyser le rôle et l'efficacité des deux outils dont dispose le conseil d'administration pour assurer la discipline des dirigeants et les obliger à gérer conformément à l'intérêt des actionnaires. Cette contribution, qui constitue une synthèse d'un ensemble de travaux, outre une recension des principaux résultats obtenus pour les firmes américaines, permet de présenter de nombreux résultats originaux issus de différentes études effectuées sur les dirigeants des entreprises cotées françaises. En matière de rémunération, les résultats obtenus par questionnaire et les données communiquées par plusieurs cabinets de conseil en recrutement, permettent d'appréhender les modes de rémunération des dirigeants des sociétés françaises. Ils conduisent également à infirmer en partie les prédictions de la théorie de l'agence en raison d'une part, de la faiblesse de la relation existant entre la rémunération et la performance de la firme et d'autre part, du fait que la performance relative est rarement utilisée pour juger la gestion des dirigeants. L'étude de la politique de renouvellement des dirigeants permet de juger de l'intérêt de la révocation comme facteur disciplinaire. Après avoir posé la problématique du renouvellement des dirigeants en termes d'arbitrage entre les avantages liés au pouvoir incitatif de la révocation et les inconvénients, associés à une précarisation des fonctions managériales, et insisté sur les spécificités du mode de sélection des dirigeants en France, l'auteur montre, à partir d'un échantillon de sociétés cotées françaises, que conformément à la théorie de l'agence, une performance médiocre accroît la probabilité d'un changement du Pdg. Cette probabilité dépend fortement de l'âge du dirigeant et de la structure de l'actionnariat. Une étude d'événements permet également de mettre en évidence que le marché financier français réagit favorablement aux changements de dirigeants.



**Philippe Desbrières** nous présente au chapitre 10<sup>14</sup>, «*Stock-options* et signalisation : le cas français», les conditions d'utilisation de ce système de réduction des conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants dans le contexte français, en liaison avec les hypothèses fiscales, d'incitation et de signalisation. Selon l'hypothèse d'incitation, le plan d'options sur actions (POA) s'expliquerait par sa capacité à réduire les conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants. L'hypothèse fiscale propose une explication fondée sur les avantages fiscaux du système. Enfin, selon l'hypothèse de signalisation, le POA permet aux dirigeants de signaler leur information privée aux actionnaires. Au moyen d'un modèle formel de signalisation et d'une démarche normative, l'auteur met en évidence les conditions qui permettent au système des *stock-options* d'atteindre son objectif. Ces conditions sont déterminées tant pour le plan d'options d'achat d'actions que pour celui d'options de souscription d'actions ; elles tiennent en particulier au rapport entre la valeur intrinsèque de l'entreprise et sa valeur boursière, à la participation initiale au capital et l'aversion au risque des dirigeants et au risque spécifique de l'entreprise.

Dans le chapitre 11<sup>15</sup>, intitulé «Nouvelles formes de fonds propres et gouvernement de l'entreprise», **Philippe Desbrières** s'interroge sur les motifs qui incitent respectivement, les entreprises à émettre et les investisseurs à souscrire les multiples formes de valeurs mobilières qui sont apparues dans les deux dernières décennies et qui jouent un rôle important pour régir les relations entre les dirigeants et les actionnaires, entre les différentes catégories d'actionnaires (internes contre externes), ou encore entre les actionnaires et les créanciers. L'analyse de ses nouveaux types de valeurs mobilières qui s'appuie sur de nombreux exemples réels, est faite dans le cadre de la théorie de l'agence. Dans une première partie, l'auteur traite des valeurs mobilières qui permettent de dissocier l'exercice du pouvoir de la détention des titres. Il analyse successivement les titres de propriété sans droit de vote, puis les clauses statutaires et extrastatutaires. Contrairement aux principes de la théorie de l'agence qui justifient les dispositifs organisationnels en fonction du principe d'efficacité, il apparaît que les différents outils présentés favorisent au contraire l'enracinement des dirigeants. Les valeurs mobilières (obligations convertibles, OBSA, ORA...) qui interviennent dans la gestion des relations d'agence existant entre les actionnaires, les dirigeants et les créanciers sont étudiées dans la seconde partie. Si dans certains cas, ces instruments trouvent leur justification comme moyens de résolution des conflits conformément à la théorie de l'agence, il apparaît comme le mettent en évidence de nombreux exemples cités par l'auteur, qu'ils peuvent constituer également des leviers puissants d'enracinement à la disposition des dirigeants.

---

14. Ce chapitre est issu d'un article publié dans *Finance*, Vol.11, Janvier 1990, p.81-106. Nous remercions la rédaction de cette revue de nous avoir permis de reproduire cet article.

15. Ce chapitre est issu d'un article publié dans la *Revue d'Économie Financière*, n°31, hiver 1994, p.81-108. Nous remercions la rédaction de cette revue de nous avoir permis de reproduire cet article.

## LA GESTION DES RELATIONS AVEC LES BANQUES ET LES SALARIÉS

Si la relation entre les actionnaires et les dirigeants a fait l'objet de nombreuses investigations, surtout dans le contexte anglo-saxon, il n'en est pas de même des relations qu'entretient la firme avec les autres *stakeholders*, notamment, les banques et les salariés.

La contribution de **Mehdi Nekhili**, qui constitue le chapitre 12 «La discipline par les banques», a pour objectif d'analyser le rôle des banques dans le contrôle des dirigeants. La prédominance de la recherche anglo-saxonne a conduit à privilégier l'étude de la discipline exercée par les marchés financiers, or il apparaît que le pouvoir de contrôle exercé par les banques domine dans de nombreux autres nations, notamment au Japon, en Allemagne ou en France. Après avoir procédé à une revue de littérature sur la nouvelle théorie de l'intermédiation financière qui met en évidence l'efficacité des banques comme facteur de contrôle des dirigeants, l'auteur montre que le financement intermédié comporte également des inconvénients et que le système financier optimal repose vraisemblablement sur une complémentarité des marchés et des banques. L'articulation de ces deux composantes, présentes dans tous les systèmes financiers, est analysée à partir des exemples de quatre systèmes financiers nationaux, ceux des États-Unis, du Japon, de l'Allemagne et de la France. La confrontation de ces différents systèmes met en évidence le caractère contingent des systèmes de gouvernement des entreprises, en fonction de la nationalité.

L'objet du chapitre 13 <sup>16</sup> «La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise» est d'analyser d'une part, le rôle des systèmes de participation financière dans la gestion des relations entre les propriétaires de la firme et les salariés (dont les cadres-dirigeants) et d'autre part, leur incidence sur la structure organisationnelle, la forme de propriété et la répartition du pouvoir au sein de l'entreprise. Dans la première partie, après un rappel du cadre d'analyse constitué par la théorie de l'agence, **Philippe Desbrières** montre que les systèmes de participation financière constituent un mode de résolution des conflits entre les propriétaires et les salariés, à resituer dans le cadre plus général de la politique de rémunération. Comme le révèlent la plupart des études empiriques, la participation financière permet d'améliorer la performance, cette amélioration étant cependant contingente à la forme organisationnelle, aux mesures d'accompagnement visant à accroître la responsabilité et la participation des salariés et à la nature des mesures de performance utilisées. Les systèmes de rémunération dépendants de la performance boursière, en particulier celui des *stock-options*, font l'objet d'une analyse très approfondie. L'incidence des systèmes de participation financière sur la structure organisationnelle, puis sur la répartition du pouvoir et des droits de propriété,

---

16. Ce chapitre constitue une version profondément remaniée et mise à jour d'un article publié antérieurement dans la Revue d'Économie Industrielle, n°54, 4<sup>e</sup> trimestre 1990, p.44-67. Il est reproduit avec l'aimable autorisation de l'éditeur : les Éditions Techniques et Économiques, 3, rue Soufflot Paris 5<sup>ème</sup>.

est étudiée dans la seconde partie. L'auteur montre comment la participation financière modifie le système de contrôle et d'autorité, notamment au sein de la firme managériale, en raison de l'importance des coûts d'agence (dont les coûts de coordination) qui la caractérisent. En revanche, sauf les cas de transmission d'entreprises aux salariés, la participation, *via* les systèmes d'actionnariat des salariés, n'a pas d'incidence significative ni sur la répartition du pouvoir ni sur celle de la propriété.

Dans le chapitre 14, «Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement des entreprises», **Philippe Desbrières** étudie l'incidence de l'accroissement du nombre de droits de vote entre les mains des salariés, *via* l'adoption de formules d'actionnariat, sur la répartition du pouvoir et sur le système de gouvernement de l'entreprise. La première partie traite du rôle de contrôle des dirigeants par les salariés du fait de leur actionnariat et de leur présence dans les organes de décision et de contrôle de la firme. Une revue de la littérature permet de confronter les arguments théoriques en présence. Il apparaît, notamment, que la nature et l'efficacité des arbitrages et du contrôle exercés par les salariés est fortement conditionnée par le degré d'indépendance des salariés-actionnaires (surtout les administrateurs) vis à vis de leur hiérarchie. Les dirigeants peuvent en effet les influencer (à l'aide de promotions, d'augmentations de salaires ou de divers avantages, notamment la stabilité de l'emploi) de manière à ne pas compromettre (ou à accroître) le niveau des rentes qu'ils tirent de la firme. Ce comportement, néfaste aux intérêts des actionnaires, peut être combattu par les salariés-administrateurs non affiliés aux dirigeants en faisant profiter les actionnaires externes des informations spécifiques qu'ils détiennent, concernant la gestion de la firme et le comportement des dirigeants. Dans ce dernier cas, les salariés-actionnaires renforcent le jeu des mécanismes disciplinaires contraignant les dirigeants. La seconde partie permet de présenter les résultats empiriques disponibles. Peu d'études ont directement testé les hypothèses issues de l'analyse théorique. Les travaux les plus nombreux concernent la réaction du marché boursier à l'annonce de l'adoption de plans ESOP (*employee stock-ownership plans*) aux États-Unis. Les résultats sont assez hétérogènes et sont nettement conditionnés par la nature des plans ESOP et les objectifs implicites des dirigeants (existence ou non de droits de vote pour les actions concernées, taux de participation initial des dirigeants, existence d'une OPA antérieure ou non...).

#### QUELQUES ÉLÉMENTS DE RÉFLEXION POUR UNE THÉORIE DU GOUVERNEMENT DES ENTREPRISES.

Si les théories contractuelles des organisations constituent un cadre fécond pour analyser le système de gouvernement des entreprises, nous sommes loin de disposer d'une véritable théorie permettant d'appréhender la complexité des différentes formes que revêtent ces systèmes, notamment sur le plan international. Par ailleurs, les théories explicatives du gouvernement des

entreprises, sous leur forme traditionnelle, n'accordent le plus souvent aux dirigeants qu'une attention limitée en supposant qu'ils subissent passivement la discipline exercée par les différents mécanismes de contrôle.

Dans le chapitre 15, «Vers une théorie du gouvernement des entreprises», **Gérard Charreaux** pose un certain nombre de questions dont l'objectif est de structurer un programme de recherches et de présenter les principales problématiques permettant de jeter les bases d'une telle théorie : (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 ? Une première réflexion le conduit à proposer une typologie originale des mécanismes de discipline des dirigeants, fondée sur les critères de spécificité et d'intentionnalité, à décrire les modalités d'action des mécanismes et à s'interroger sur le caractère contraignant des mécanismes de gouvernement. Cette réflexion est suivie d'une interrogation sur les qualités qui déterminent l'efficacité d'un système dans laquelle, l'auteur revient sur les notions d'efficacité et de création de valeur, avant de présenter la théorie de Hill et Jones — qui constitue une tentative d'extension de la théorie de l'agence plus apte à appréhender les questions de *corporate governance* —, puis de préciser la notion de performance organisationnelle. Cette interrogation se conclut par une brève réflexion sur le *design* des systèmes de gouvernement. Enfin, la dernière partie de l'article offre une comparaison des principaux systèmes de gouvernement sur le plan international et pose la question de leur évolution.

Dans le chapitre 16<sup>17</sup>, «Le statut du dirigeant dans la recherche sur le gouvernement des entreprises», **Gérard Charreaux** remet en cause la vision passive des dirigeants, en proposant de placer au centre de la problématique de l'analyse des systèmes de gouvernement, la notion de latitude managériale. Au delà de la simple réflexion méthodologique, l'article se propose de contribuer à la construction d'une théorie explicative de la latitude managériale. La première partie est consacrée à la présentation d'une réflexion sur la représentation du comportement des dirigeants dans les principaux courants qui irriguent la recherche sur le gouvernement des entreprises. Elle oppose les théories traditionnelles qui postulent la passivité des dirigeants à la théorie de l'enracinement, qui repose sur une hypothèse de comportement actif. La compatibilité de cette dernière théorie avec le principe d'efficacité fait l'objet d'une attention particulière. L'analyse se poursuit en proposant d'élargir la représentation des stratégies offertes aux dirigeants (qui ne se limitent pas à la carrière interne à l'entreprise) de façon à offrir un véritable modèle de leur comportement. La seconde partie permet de «revisiter» la question du gouvernement des entreprises en discutant trois aspects fondamentaux, la perspective adoptée pour appréhender le système de gouvernement en fonction de la stratégie personnelle des dirigeants, la notion de latitude optimale, et la

---

17. Ce chapitre publié dans la Revue Française de Gestion, novembre-décembre 1996, p.50-64, sous le titre «Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises» a été reproduit avec son aimable autorisation.

construction d'une théorie explicative de l'évolution des systèmes de gouvernement des entreprises.

Comme on peut le conclure après lecture de cet ouvrage, la recherche sur les systèmes de gouvernement des entreprises, en particulier sur le système français, n'en est qu'à ses balbutiements. Des progrès significatifs ne pourront être faits que sous deux conditions :

- premièrement, la nécessité de renforcer le pouvoir explicatif des différentes grilles théoriques, de façon notamment à permettre une prise en compte réaliste des phénomènes de pouvoir et de l'influence du cadre institutionnel ;
- deuxièmement, un accroissement significatif des études empiriques, ce qui présuppose la possibilité d'obtenir des données sur des domaines souvent confidentiels, tels que par exemple, les modes de rémunération ou le fonctionnement interne des conseils d'administration.