



HAL
open science

Essais sur la GOUVERNANCE

Jean-Paul Pollin

► **To cite this version:**

| Jean-Paul Pollin. Essais sur la GOUVERNANCE. 2006. halshs-00081933

HAL Id: halshs-00081933

<https://shs.hal.science/halshs-00081933>

Preprint submitted on 26 Jun 2006

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

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



Laboratoire d'Economie d'Orléans

Document de Recherche

n° 2003-25

" Essais sur la GOUVERNANCE "

Jean-Paul POLLIN

Essais sur la GOUVERNANCE

Jean-Paul POLLIN
Professeur à l'Université d'Orléans

- **Les lacunes de l'information financière face aux transformations de l'entreprise**

(*Sociétal*, n° 37, 3^{ème} trimestre 2002, « *Entreprises ; la transparence financière à l'épreuve* »)

- **Quel système de gouvernement d'entreprise pour l'Europe ?**

(*Rapport moral sur l'argent dans le monde en 2002*, pp. 219-231)

- **Quelle gouvernance, pour quelles entreprises ?**

(*Cahiers français*, juillet-août 2002)

- **A propos de quelques ouvrages sur la gouvernance des entreprises**

(*Revue Economique*, mars 2004)

- **Des particularités de la gouvernance bancaire**

(*"La nouvelle économie bancaire"*, Pastré (éd.), Editions Economica, 2005)

Codes JEL : G3, L2

Mots clefs : Gouvernance bancaire, gouvernance d'entreprise, droit de propriété.

Les lacunes de l'information financière face aux transformations de l'entreprise

(Sociétal, n° 37, 3^{ème} trimestre 2002, « Entreprises ; la transparence financière à l'épreuve »)

Le doute contagieux qui a saisi les investisseurs au vu des jongleries comptables de certaines entreprises, a des justifications plus profondes qu'il n'y paraît. On aurait tort de le réduire à une simple redécouverte des excès de la "créativité comptable". Les corrections de survaleurs (les dévalorisations d'actifs), auxquelles ont procédé de nombreuses sociétés, ne sont pas seulement la rectification de falsifications antérieures. Il est impossible de croire que toutes ces fautes d'appréciation, commises avec la complicité des plus grands cabinets d'audit, ne relèvent que de pratiques délictueuses. Même si certaines ont été clairement délibérées, il faut qu'existent de sérieuses lacunes dans les méthodes comptables pour que tant d'erreurs en chaîne aient pu être commises.

Une explication courante consiste à dire que c'est l'entrée dans une économie fondée sur la matière grise, donc sur l'immatériel, qui a provoqué ces difficultés d'évaluation. L'existence de survaleurs n'a rien d'original : une entreprise rentable vaut toujours plus cher que la somme des actifs physiques qu'elle possède et qu'elle utilise. C'est là le principe même de la création de richesse. Mais lorsque les brevets, les logiciels, les marques, la logistique, la qualité du capital humain deviennent les actifs stratégiques, la comptabilisation des survaleurs est à la fois plus importante et plus fragile.

Toutefois l'essentiel n'est peut être pas là. La montée de l'immatériel et les transformations des firmes qui l'accompagnent ne posent pas simplement des problèmes d'évaluation. Elles brouillent aussi la définition des droits de propriété, c'est-à-dire les conditions d'appropriation du surplus créé par le processus de production. Il est de plus en plus difficile de dire à qui peuvent et doivent revenir les quasi-rentes et les survaleurs engendrées par ce processus. La géographie de la firme devient plus imprécise et les actionnaires ne détiennent plus la totalité des droits de propriété de sorte que les informations comptables traduisent de plus en plus mal la valeur des entreprises.

De fait, la firme est soumise à deux évolutions cruciales qui obligent à repenser l'information financière ou du moins à en souligner les limites. D'une part, ses frontières se dérobent, parce que leur définition légale est en décalage croissant par rapport à l'organisation qui coordonne la production et constitue le lieu de création de valeurs : cette organisation englobe et dépasse l'entreprise, dont la consistance est remise en cause. D'autre part, la firme en tant que structure de propriété, ne possède plus la totalité du pouvoir sur les actifs stratégiques de production. Ce pouvoir se déplace des actionnaires vers les détenteurs du capital humain.

Ce sont ces deux points que nous entendons brièvement développer.

L'information financière face à l'éclatement des frontières de l'entreprise

Les interrogations sur la nature et les frontières de la firme ont déjà une longue histoire. Les diverses théories qui se sont efforcées d'y apporter des réponses ont cherché à montrer que l'entreprise est un lieu d'incitation et de coordination qui peut être, sous certaines conditions, plus efficace que le marché. Les deux solutions ne sont évidemment pas exclusives l'une de l'autre. Mais il est des cas où l'articulation et le contrôle des actions

productives sont mieux assurés dans le cadre de relations hiérarchiques (qui caractérisent l'entreprise) que par des échanges symétriques de marché. Et cela pour diverses raisons : les transactions peuvent se révéler plus riches et moins coûteuses au sein d'une organisation ; la présence d'asymétries d'information nécessite des contrôles hiérarchiques pour réduire les phénomènes d'"aléa de moralité" ; il n'est pas toujours possible d'écrire des contrats complets prévoyant les droits et devoirs des agents économiques, dans toutes les circonstances envisageables...

Ces diverses éventualités justifient l'existence de l'entreprise, en même temps qu'elles en définissent les frontières optimales : la firme doit intégrer les activités qu'elle parvient à coordonner de façon plus efficiente que le marché. Ce sont aussi ces imperfections qui expliquent la capacité de la firme à engendrer des quasi-rentes récurrentes contrairement à ce qui ressort des exposés traditionnels de l'équilibre en concurrence pure et parfaite. Les gains provenant de l'intégration engendrent un surplus économique durable, qui ne peut se concevoir dans un système où toutes les décisions d'allocation sont arbitrées par les marchés. Ou encore, disons que l'entreprise en combinant de façon spécifique (c'est-à-dire non duplicable) des facteurs et des actifs de production, leur confère une valeur supérieure à leur prix de marché. Le montant de ces survaleurs correspond théoriquement à la somme actualisée des quasi-rentes.

Lorsque la création de ces survaleurs et de ces quasi-rentes s'opère à l'intérieur des limites de l'entreprise, telle qu'elle est juridiquement définie, le problème de l'information financière reste relativement simple, du moins dans son principe. Il consiste à retracer au mieux le montant du patrimoine de la firme, en y incluant ces éléments de plus-value qui naissent des gains procurés par l'efficacité de l'organisation productive. La propriété du surplus économique ne pose pas ici de difficulté : c'est bien entre les parties prenantes de l'entreprise que doit se faire la répartition. Dans une vision réductrice du gouvernement d'entreprise, on limite aux seuls actionnaires (*shareholders*), le droit de s'approprier ce surplus. Encore faut-il préciser que l'entreprise, lorsqu'elle acquiert des actifs, peut être amenée à les surpayer, par rapport à leur prix de marché, dès lors qu'elle estime pouvoir les survaloriser en les intégrant. Ce qui revient à dire que la firme peut être amenée à partager les survaleurs avec les vendeurs de ces actifs. Ce phénomène a été à l'origine de certaines déconvenues provenant de l'anticipation erronée d'effets de synergie illusoire. Mais ceci ne reflète encore qu'une difficulté d'évaluation.

En revanche, le problème se complique lorsque le lieu de production et d'appropriation des quasi-rentes ne s'identifie plus avec les frontières légales de l'entreprise. C'est-à-dire lorsque les surplus sont engendrés dans le cadre d'organisations économiques qui débordent le périmètre d'une seule entreprise et qui brouillent le clivage que l'on avait l'habitude d'établir entre firme et marchés.

De plus en plus, en effet, les quasi-rentes et survaleurs sont créées dans des structures hybrides, entre firmes et marchés qui organisent la coopération entre unités de production juridiquement distinctes. Pour illustrer ce cas de figure, on se réfère souvent à l'exemple des entreprises en réseaux : leur création de valeur résulte de la mise en relation d'un ensemble de producteurs et/ou de distributeurs. Elle met en jeu la construction d'une marque commune, la mise en place d'une logistique, l'élaboration d'une gamme de produits, l'application de normes de qualité... Autant d'opérations qui visent à constituer et à gérer des interdépendances. Le surplus économique est ici le produit des connections ainsi établies, sans que l'on puisse dire exactement qui le génère et où il se concrétise.

Plus généralement, l'établissement de relations formelles ou informelles entre firmes est capable de créer des survaleurs. Ce qui prouve que l'intégration n'est pas la seule forme, hors marché, d'incitation et de coordination des activités économiques. Il est possible d'exploiter des complémentarités sans avoir à les "*internaliser*" au sein d'une même entreprise. Des contrats ou de simples accords de coopération permettent parfois de mieux y répondre. Ce constat n'a d'ailleurs rien de bien original : les relations de quasi-intégration ou de sous-traitance ont souvent été décrites comme des types particuliers de coordination, entre firme et marché. Ce qui est plus nouveau, c'est que l'on observe dans les grandes entreprises des décisions d'externalisation de plus en plus nombreuses, tandis que le modèle de l'entreprise réseau semble réussir dans divers secteurs de l'économie. De nombreux exemples montrent que les formes de coopération, hors marché, entre firmes s'enrichissent et se développent. Sans doute parce que les évolutions technologiques rendent plus faciles et plus riches les échanges d'informations, et parce que l'importance des marques et de la logistique s'est accrue. Il faut ajouter que ces organisations sont de plus en plus fluides et mouvantes. Tous ces phénomènes contribuent à une sorte de dissolution des frontières de l'entreprise.

Dans ces conditions, la création du surplus économique aussi bien que son partage sont a priori indéterminés. C'est-à-dire qu'ils sont fragiles et soumis à des évolutions de diverses natures. Dans une firme-réseau, la constitution des quasi-rentes dépend de la robustesse hypothétique des différents maillons du système. De même que l'appropriation du surplus dépend de l'évolution, elle aussi aléatoire, des rapports de force entre partenaires dans le réseau. Que devient alors l'information financière ? Comment évaluer les patrimoines, lorsque la propriété des survaleurs n'est pas clairement établie ? Comment anticiper les profits à venir et le capital d'une entreprise, si ces résultats dépendent trop étroitement des performances de ses partenaires, ou si les survaleurs sont susceptibles de se déplacer entre les membres de l'organisation ? C'est, nous, semble-t-il la question la plus difficile à laquelle les méthodes d'information financière et comptable aient à faire face.

Bien sûr il existe un ensemble de procédés pour stabiliser les relations à l'intérieur d'une organisation économique. Les firmes d'un réseau sont liées par des contrats, et elles développent des complémentarités stratégiques qui les rendent dépendantes les unes des autres. Il existe donc une certaine permanence de l'organisation, de ses résultats et de leur répartition. Il n'empêche que cette question des frontières met en sérieuse difficulté la comptabilité de la firme. L'information financière gagnerait au moins à être éclairée et complétée par la connaissance de ces relations inter-entreprises.

L'information financière face au glissement des droits de propriété

Indépendamment de ce problème de frontières, la question du partage du surplus se pose à l'intérieur même de la forme de l'entreprise strictement définie, entre les détenteurs de ressources stratégiques. En effet, le principe selon lequel ce surplus appartient aux actionnaires de la firme est formellement exact, mais il est économiquement de plus en plus dépassé. En effet, les transformations de l'entreprise créent un décalage croissant entre le droit de propriété et le pouvoir d'appropriation des quasi-rentes effectives et/ou potentielles.

Dans l'entreprise traditionnelle, les détenteurs du capital ont assez naturellement la capacité de capter le surplus, parce qu'ils disposent des actifs physiques qui constituent le facteur stratégique de production. Les ressources humaines sont étroitement liées aux équipements, parce que leur valeur ajoutée (leur productivité) en dépend : la forme prise par le capital détermine les conditions d'utilisation de la main d'œuvre, la structure des

qualifications, etc... Dans ce cas extrême de l'entreprise taylorienne, ce sont les caractéristiques des actifs physiques qui définissent l'organisation du travail. Les salariés sont aisément remplaçables à leur poste de travail, ce qui revient à dire que leur capital humain est peu spécifique. Dans ces conditions, on comprend facilement que la possession du capital confère un pouvoir peu contestable sur les quasi-rentes. Et il est alors pleinement justifié d'associer directement les survaleurs aux actifs physiques qui les engendrent.

Or, ce schéma est remis en cause par les évolutions du processus de production qui accompagnent le passage à une économie de la connaissance. La montée de l'immatériel signifie que la création de valeur dépend plus largement de l'utilisation de compétences particulières, qu'il s'agisse de capacités d'innovations ou de qualités managériales. Parallèlement, l'accès plus facile aux financements (du fait de la déréglementation financière) rend la détention de capital moins stratégique. Ainsi le pouvoir se déplace vers les propriétaires de capital humain spécifique, qui sont en mesure de s'approprier une partie du surplus économique créé par la firme. Les quasi-rentes ou les survaleurs ne sont donc plus liées directement aux actifs réels ou financiers.

Ce constat se justifie du point de vue de l'efficacité économique. En effet, les salariés à forte compétence seront d'autant plus incités à s'investir dans l'entreprise et à y développer des savoir-faire spécifiques qu'ils auront la possibilité de capter une plus grande part du surplus. Ce faisant, ils contribueront à accroître la productivité et la valeur de la firme. Dans le cas contraire, c'est-à-dire si les actionnaires confisquent une part excessive du surplus, les salariés refuseront de s'engager dans une relation qui risque de les rendre trop dépendants de l'entreprise sans contrepartie suffisante. Ou encore, ils choisiront d'aller valoriser leur compétence dans une autre firme, emportant avec eux des connaissances et des savoir-faire difficilement remplaçables. On le sait les expériences d'entreprises qui se sont trouvées fortement dévalorisées par le départ d'un dirigeant ou d'une équipe d'ingénieurs disposant d'une position et de qualifications stratégiques ne sont pas rares.

Sans doute ce type d'entreprise, économe en capital matériel mais exigeante en capital humain, n'est-il pas aujourd'hui le cas le plus général. Mais il se développe rapidement, et a été au cœur des désordres financiers récents. Ces firmes, qui appartiennent pour l'essentiel aux secteurs de la nouvelle économie, posent des problèmes de valorisation redoutables et jusqu'ici sous-estimés. Pendant un temps, on a invoqué l'existence d'"options réelles" pour expliquer les cotations boursières étranges de ces entreprises. L'idée est théoriquement intéressante : le fait qu'une entreprise soit bien positionnée dans une activité stratégique, lui ouvre des opportunités (de redéploiements, d'engagement dans des activités connexes, de croissance externe...) qui lui confèrent une valeur particulière, au-delà de l'actualisation des profits engendrés par son métier présent. Par exemple, le fait de maîtriser une technologie dans une activité spécifique ouvre la possibilité de l'utiliser dans le futur sur d'autres marchés, ou encore facilite le passage à des technologies plus avancées.

Cependant, cet argument est tellement général qu'il peut servir à justifier n'importe quelle dérive. Il n'existe d'ailleurs pas de méthode pour calculer de façon à peu près rigoureuse le prix de ces options réelles. En attendant, c'est bien ainsi que l'on a tenté de rationaliser les valorisations aberrantes d'entreprises de la nouvelle économie qui accumulaient les pertes d'exploitation. Mais à côté de ce problème d'appréciation se pose une question tout aussi importante : qui dispose en réalité des droits de propriété sur ces options réelles ? Si l'on considère le secteur des nouvelles technologies, il est assez évident qu'elles ne se rattachent pas au capital physique ou financier. Les opportunités de développement

appartiennent aux ingénieurs capables d'innover ou aux dirigeants capables d'introduire de nouvelles formes d'organisation ou de découvrir de nouveaux marchés. Là encore, on peut citer de très nombreux exemples, dans les secteurs des nouvelles technologies, de salariés hautement qualifiés qui ont quitté leur société pour créer leur propre entreprise, emmenant avec eux les options réelles : ils en attendaient une meilleure valorisation de leur capital humain, qui était bien en l'occurrence la ressource stratégique. Et ils l'ont fait d'autant plus facilement qu'ils ont obtenu le concours de fonds de capital-risque et que les investissements nécessaires étaient souvent peu importants.

L'entreprise dispose de répliques possibles pour éviter ces fuites de capital humain et donc ces pertes d'options réelles. L'existence de marques qui forgent l'identité d'une entreprise et de ses produits limite la contestation de ses positions ; les investissements commerciaux qui s'y attachent créent des économies d'échelle qui rendent l'entrée sur le marché plus difficile. De même, une politique dynamique de recherche et d'innovation réduit l'éventualité d'une concurrence tirant parti d'une avance technologique. Mais surtout, l'organisation de l'entreprise peut s'efforcer d'accroître l'interdépendance entre les salariés, donc de minimiser l'incidence des individualités sur les résultats et la valeur de l'entreprise. La constitution de collectifs de travail, l'éclatement des positions de pouvoir, permettent de conserver le capital humain en le fixant à l'organisation. Une autre façon de faire consiste à le valoriser correctement, à l'associer aux résultats ou aux performances boursières...

La prise en compte de ces stratégies ou de ces formes d'organisation ne s'inscrit évidemment pas dans les informations financières. Pourtant, on conviendra qu'elles sont essentielles à la protection des droits de propriété sur les survaleurs de l'entreprise, donc à la fiabilité des mesures que l'on prétend en faire. Il est à cet égard intéressant d'observer que se multiplient aujourd'hui les recommandations en faveur d'une plus grande transparence dans l'attribution des stocks-options. Celles-ci sont bel et bien une manifestation du glissement des droits de propriété. C'est peut-être la plus visible, mais ce n'est pas la seule ni la plus importante.

Pour résumer et conclure

Au total, il nous semble que la délimitation progressivement plus floue des droits de propriété constitue un défi majeur pour l'information financière. Le problème tient à deux évolutions essentielles :

- d'une part, les complémentarités qui sont à l'origine des quasi-rentes mettent plus fréquemment en jeu des relations inter-entreprises. Les évolutions technologiques permettent aujourd'hui d'engendrer des synergies au sein d'organisations qui se situent entre firme et marché. Ainsi, la création de valeur devient le fait d'une organisation qui dépasse les frontières de l'entreprise, telles qu'elles sont juridiquement définies. La comptabilité n'appréhende donc qu'une fraction, sans doute instable, de ce processus. Ce qu'elle en retient est donc particulièrement fragile.
- d'autre part, les transformations économiques, sociales et techniques ont fait évoluer la structure du pouvoir dans l'entreprise. La propriété des actifs physiques ne confère plus la capacité de s'approprier les quasi-rentes, simplement parce que le capital physique ou financier n'est plus la ressource stratégique assurant le contrôle sur les autres facteurs. Il est devenu plus facile de lever des financements, tandis que les actifs humains sont devenus plus spécifiques, moins aisés à remplacer. De ce fait, même les

relations internes à l'entreprise se sont affaiblies. En tout état de cause, ce ne sont plus les équipements qui gouvernent et conditionnent la structure de l'organisation. Dans ces conditions, il n'est plus possible d'attacher une valeur ou des résultats à un ensemble d'actifs : ceux-ci ne valent et ne produisent qu'en fonction des ressources immatérielles (et tout spécialement du capital humain) qui ne leur sont plus étroitement liées.

Dans l'un et l'autre cas, la définition des droits de propriété sur les quasi-rentes se complique sérieusement. Car la valeur de l'entreprise dépend de la façon dont celle-ci s'insère dans un tissu de relations de production, de commercialisation, etc. Elle dépend de leur qualité et de la robustesse de ces relations. Elle dépend aussi de sa capacité à fidéliser les compétences qui constituent sa rente et qui déterminent son potentiel de développement.

Tous ces éléments vont bien au-delà de l'information financière *stricto sensu*. Cela ne signifie évidemment pas qu'ils la rendent sans objet. Mais, à tout le moins, ils mettent en lumière ses insuffisances. Et ils expliquent de façon plus convaincante les déconvenues récemment observées.

De façon plus positive, ce constat suggère des recommandations assez simples dans leur principe. Il s'agit, bien sûr, d'améliorer la connaissance des points que l'on vient d'invoquer. Mais le caractère qualitatif de ces informations rend nécessaire leur validation et leur interprétation par des professionnels extérieurs à l'entreprise. Ce qui nous renvoie au rôle grandissant des auditeurs et à de multiples questions sur la crédibilité de leurs avis.

QUEL SYSTÈME DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE POUR L'EUROPE ?

(Rapport moral sur l'argent dans le monde en 2002, pp. 219-231)

Il y a aujourd'hui bien des raisons de s'intéresser à la gouvernance des entreprises en Europe. D'abord, parce que les scandales financiers américains incitent à la vigilance et à la réflexion. Même, s'ils n'expliquent qu'une faible part de la crise financière que nous traversons, ils ont évidemment contribué à entretenir la défiance et l'incertitude qui alimentent l'extrême volatilité des marchés. Faire mieux que les Etats-Unis en ce domaine est un devoir vis à vis des épargnants. Ce peut être aussi un argument de compétitivité dans la concurrence que se livrent les grandes places financières.

Mais de ce point de vue l'hétérogénéité des systèmes de gouvernance des pays de l'Union est un handicap évident. Et, ceci constitue un second sujet de préoccupation, dans la perspective de l'unification des marchés de capitaux européens. Si l'on veut profiter des avantages (en termes de liquidité, de réputation...), de l'existence d'un marché large et intégré, il faut évidemment que les conditions de transactions, l'information sur les sociétés cotées, les droits des actionnaires... soient assez proches d'un pays à l'autre. C'est pourquoi certains appellent de leurs vœux la construction d'un "marché financier structuré, qui possède un corps de règles communes appliquées et structurées de manière homogène"¹. En ce sens, ils suggèrent la création d'un droit européen des sociétés, la constitution de fonds de retraite paneuropéens et la mise en place d'un système unique de régulateurs financiers.

Ces propositions rejoignent les souhaits formulés par les gestionnaires de fonds d'investissements, désireux de diversifier leurs portefeuilles dans les meilleures conditions de coûts et de sécurité. Elles rejoignent aussi les besoins exprimés par les grandes entreprises dont les stratégies de globalisation seront mieux servies par l'unification des marchés et des systèmes de contrôle.

Avant de prendre la mesure du problème posé et d'esquisser quelques propositions, nous allons décrire les disparités existantes.

I – Des différences profondes entre les systèmes européens de gouvernance

Les statistiques macro-financières ne font plus ressortir de divergences marquantes dans les modes de financement des entreprises en Europe. Dans tous les grands pays de l'Union européenne les crédits bancaires représentent désormais une part minoritaire (parfois très faible comme en France ou au Royaume-Uni) des financements externes. Les firmes émettent plus volontiers des titres et l'intermédiation a changé de nature : les institutions financières non bancaires (principalement les compagnies d'assurance et les OPCVM) ont renforcé leur position et les établissements de crédit ont substitué des titres à leurs crédits classiques. Mais, l'augmentation apparente du financement direct, (les agents à capacité de financement prêtant directement aux agents à besoin de financement), recouvre en réalité les placements des non-résidents, c'est-à-dire pour l'essentiel des fonds d'investissement étrangers.

Il subsiste par contre des différences assez importantes d'un pays à l'autre dans le financement des PME : en Allemagne et en Espagne par exemple, celles-ci restent fortement

¹ Cf. E. Alphantery, C. Bebear, C. Bourdillon, D. Cahen, J. de Larosière, D. Lebegue, M. Renault et J.F. Théodore, *L'urgence d'un modèle financier européen*, Le Monde, 31 mai 2002.

dépendantes du crédit bancaire, ce qui est moins le cas en France ou au Royaume-Uni. Mais enfin, il n'est plus possible d'opposer aujourd'hui, comme on le faisait encore il y a peu de temps, les systèmes "orientés par la banque", aux systèmes "orientés par les marchés". Les divergences qui subsistent entre les systèmes de contrôle des firmes sont probablement tout aussi importantes, mais elles sont plus difficiles à typer ou à résumer dans une expression simple. On peut cependant essayer de recenser brièvement les plus significatives.

1 – La répartition du capital et des droits de vote

Sur ce point existe un clivage très clair entre le Royaume-Uni (mais aussi dans une certaine mesure les Pays-Bas) et l'Europe Continentale. Quels que soient les indicateurs utilisés, le capital des entreprises britanniques apparaît bien plus dispersé. Le capital "flottant" des sociétés est important, ce qui confère au marché une bonne liquidité et autorise des arbitrages qui prennent la forme d'un contrôle externe de la gestion des entreprises. Ce flottant est principalement détenu par des investisseurs institutionnels qui se comportent de façon passive. C'est-à-dire qu'ils entrent ou sortent du capital selon leur évaluation, mais ils n'entendent pas participer aux instances de direction ou de contrôle. La taille médiane des participations détenues par les compagnies d'assurance est de 4 %, celle des fonds d'investissement ou de pension est de 7 %.

En Europe Continentale, par contre, les blocs de contrôle constituent la règle. Par exemple une étude récente rapporte qu'en Allemagne et en France, dans les entreprises cotées, le plus gros actionnaire détenait en moyenne près de la moitié du capital (le pourcentage est de 38 % pour l'Italie, mais de 18 % pour le Royaume-Uni)². En fonction de l'histoire industrielle de chaque pays ce sont des familles, des holdings, des fondations ou des institutions financières qui constituent ces *blockholders*. Dans ces pays, le *flottant* est évidemment faible et la liquidité du marché réduite.

Si l'on se place du point de vue de la répartition des votes, le clivage est encore plus marqué. Car dans certains pays, les diverses restrictions aux droits de vote renforcent encore la concentration du pouvoir de contrôle dans les pays d'Europe Continentale. C'est ainsi qu'une étude récemment publiée calcule qu'en Autriche, Allemagne et Italie, une société sur deux est contrôlée à plus de 50 % par un seul investisseur ou groupe d'investisseurs. En France une société sur cinq serait dans ce cas et au Royaume-Uni une sur dix³.

2 – Les missions de l'entreprise ; shareholders vs stakeholders

Le système juridique anglo-saxon est celui qui assure la meilleure protection des actionnaires, aussi bien dans les termes de la loi (ou de la jurisprudence) que dans son exécution⁴. Au Royaume-Uni le droit des sociétés fait obligation aux dirigeants de se comporter prioritairement en fonction des intérêts des actionnaires. Ceux-ci disposent de diverses voies de recours contre l'action des dirigeants ; les actionnaires minoritaires disposent aussi de garanties contre les abus de pouvoir des détenteurs de blocs.

² Cf. M. Boutillier, A. Labye, C. Lagoutte, N. Levy et V. Oheix, *Financement et gouvernement des entreprises : exceptions et convergences européennes*, *Revue d'Economie Politique*, juillet-août 2002.

³ Cf. M. Barca et M. Becht, *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, 2001.

⁴ Cf. R. La Porta, F. Lopes-de-Silanes, A. Shleifer et R. Vishny, *Law and finance*, *Journal of Political Economy*, 1998, pp. 1113-1155 et *Investor Protection and Corporate Governance*, *Journal of Financial Economics*, 2000, pp. 3-27.

En Allemagne, par contre, le principe retenu est celui de l'intérêt général de l'entreprise, et l'on considère que l'intérêt des salariés doit explicitement être pris en compte. Dans les grandes entreprises ceux-ci disposent de la moitié des sièges au conseil de surveillance. Ce dispositif de cogestion implique donc, que le pouvoir est partagé entre les salariés et les actionnaires majoritaires.

La situation française est plus ambiguë. La notion d'intérêt social qui est inscrite dans le droit des sociétés et qui figure dans les recommandations des rapports Vienot de 1995 et 1999, ne trouve aucune application dans la composition des conseils d'administration. En revanche, la France a développé depuis longtemps des initiatives en faveur de l'actionnariat salarié. De l'ordonnance de 1959 sur la participation à la loi de 2001 sur l'épargne salariale, un ensemble de dispositions ont été mises en place qui visent à favoriser le financement par fonds propres des entreprises et à partager plus équitablement les fruits de la croissance. Mais en terme de pouvoir conféré aux salariés, ces dispositifs ont une très faible portée. L'actionnariat salarié ne représente qu'un peu plus de 2 % du capital des entreprises du CAC 40. De surcroît cette épargne est très inégalement distribuée entre les salariés.

Au total, il apparaît tout de même sur ce thème une divergence marquée entre le système anglo-saxon et celui de l'Europe Continentale. On cite d'ailleurs souvent, à ce propos, une enquête réalisée dans plusieurs pays européens auprès de chefs d'entreprise et portant sur leurs principes d'action⁵. En France et en Allemagne, environ deux tiers des dirigeants répondent que leur société doit accorder une importance comparable aux intérêts de tous les stakeholders. Tandis qu'au Royaume-Uni près de la moitié répond que la société doit privilégier les intérêts des actionnaires.

3 – La structure et la composition des conseils

Cette inspiration différente des systèmes de gouvernance se traduit par une diversité dans la forme des instances de direction. L'Allemagne se caractérise par une structure de gouvernance bipartite comprenant un directoire (composé de membres exécutifs) et un conseil de surveillance. C'est le cas aussi aux Pays-Bas. Tandis que c'est une structure unitaire, celle du conseil d'administration (*board of directors*) composé de directeurs exécutifs et non exécutifs, qui prévaut au Royaume-Uni. La France est dans une situation intermédiaire, les sociétés pouvant choisir entre les deux formules ; mais la structure duale prend de l'importance parmi les grandes firmes. L'Italie se distingue en imposant l'existence d'une commission d'audit à côté du conseil d'administration, mais indépendante de celui-ci.

S'agissant de la composition des conseils, la présence d'administrateurs indépendants est respectée de façon très diverse d'un pays à l'autre. Le principe est assez bien appliqué au Royaume-Uni, alors qu'en France on retrouve fréquemment dans les conseils des grandes sociétés les mêmes personnalités issues d'un petit club et qui cumulent les mandats. Ce même travers se retrouve en Italie. En Allemagne, on a déjà dit que les membres des conseils de surveillance sont les représentants des actionnaires majoritaires et des salariés : on ne peut donc pas parler d'indépendance.

⁵ Cf. P. Horvath, H. Hinterhuber, I. Gehrke, S. Lyne, F. Minning et G. Genovese, *Innovative Controllershship Concepts in Corporate Practice : on International Comparison Between Germany, Great Britain, France, Italy, Working Paper*, University of Stuttgart, 2000.

4 – Le contrôle externe par les OPA

Enfin, la réglementation des OPA varie également beaucoup entre les pays européens, à la fois par la place qu'on lui accorde dans le contrôle des entreprises et par l'usage qui en est fait. Elle est restrictive en Allemagne où ces opérations sont mal considérées par l'opinion publique, et l'on sait que ce sont les élus allemands qui ont bloqué au Parlement une directive facilitant les OPA hostiles. En Italie et aux Pays-Bas, l'importance des blocs de contrôle explique le faible nombre d'opérations. Au Royaume-Uni par contre, leur fréquence est élevée et l'on peut estimer que 10 % environ des entreprises côtées ont fait l'objet d'OPA durant les années 90. Ce qui ne signifie par nécessairement que cela a permis d'exercer une discipline favorable aux actionnaires.

Toutefois, ce constat statique d'hétérogénéité des systèmes européens de gouvernance, ne doit pas masquer l'existence de convergences. Par exemple, le renforcement du rôle des marchés, la place grandissante des investisseurs institutionnels (notamment étrangers) accroît l'importance du contrôle externe. Dans plusieurs pays, et particulièrement en Allemagne les tentatives de dénoyautage des blocs de contrôle vont également dans ce sens. En revanche le recours plus fréquent à des structures duales (directoire et conseil de surveillance) dans plusieurs pays d'Europe Continentale marque peut-être une volonté de renforcer le contrôle interne et une prise en compte des intérêts des stakeholders.

Mais, il reste à savoir si ces évolutions traduisent la fatalité d'un alignement (imposé par la globalisation) sur un modèle dominant. Ou, si elles correspondent à un processus maîtrisé en fonction d'une stratégie industrielle et de choix de société délibérés.

II – Un système européen unifié de gouvernement d'entreprise : pour quoi faire ?

La question de l'unification des marchés de capitaux en Europe, que nous évoquions en introduction, est sans doute importante, mais elle ne nous semble pas être une motivation déterminante. Car, on a bien vu que les systèmes nationaux s'appuient sur des conceptions de la firme et de ses missions qui ne se résument pas à de purs critères d'efficacité. Un système de gouvernance (plus généralement un système financier) est une architecture de contrats qui conditionne la trajectoire d'une économie. Il fixe des objectifs, façonne l'organisation et concourt ainsi à la détermination de la multitude des décisions courantes qui forgent le comportement du système productif. En d'autres termes, il intègre et diffuse un ensemble de valeurs qui participe à la définition du modèle économique et social. C'est pourquoi, il serait simpliste de réduire sa forme optimale à un problème de bonne information financière, de régulation efficace ou de réduction des coûts de transactions.

Naturellement, les contrats financiers sont en interdépendance avec les autres contrats qui conditionnent les relations entre agents économiques. C'est dans l'articulation entre tous ces contrats que se trouve la cohérence du modèle économique et social. Par exemple, il existe un lien évident entre le type de gestion salariale et le rapport de la firme à son environnement financier : une forte rigidité des effectifs, et des rémunérations requiert en contrepartie une plus grande flexibilité financière, donc des relations plus riches et de plus long terme avec les apporteurs de capitaux. De même, les régimes de retraite (les contrats entre générations) ont une incidence forte sur les formes du système financier : le montant et la structure de l'épargne engendrée par un régime de fonds de pension ne sont pas les mêmes que ceux que génère un fonds de réserve constitué en complément d'un régime par répartition.

Ou encore, notons qu'une situation de forte concurrence sur le marché des biens et services réduit l'importance du problème de gouvernance, dans la mesure où elle limite le pouvoir discrétionnaire des dirigeants. Ce qui revient à dire, qu'il existe une certaine substitution ou un arbitrage entre politique de concurrence et régulation de la gouvernance.

Par ailleurs, le système financier s'accorde avec la structure et l'évolution du système productif. Des projets industriels de long terme sont plus facilement mis en œuvre par des entreprises dont le capital est concentré, ce qui leur permet de se projeter à un horizon plus éloigné. Tandis que le contrôle par le marché (ce qui signifie un actionnariat dispersé) est plus favorable à des stratégies de redéploiement, mais fait courir le risque du court-termisme.

C'est pour ces différentes raisons que certains observateurs (des chercheurs aussi bien que des responsables économiques), soutiennent qu'il n'est pas réaliste de vouloir imposer un système uniforme de gouvernance d'entreprise en Europe. Ils considèrent qu'il existe dans chaque pays une combinaison de contrats qu'il serait dangereux de déstabiliser. L'application d'un même modèle de gouvernance à des économies qui ont des modes de régulation assez différents romprait la cohérence de leur fonctionnement. Les réticences allemandes par rapport à la libéralisation financière (l'extension du rôle des marchés financiers dans le contrôle des firmes), s'explique par leur intuition, sans doute justifiée, que cette évolution entrerait en conflit avec leur modèle social. En France, cette expansion des marchés, en présence d'un système de protection sociale particulier, a largement ouvert la porte aux investisseurs étrangers ; d'où la revendication actuelle pour la constitution de fonds de pension nationaux. Pour prendre un exemple venu d'ailleurs, il est vraisemblable que la crise économique japonaise, trouve, au moins pour partie, son origine dans la désarticulation qui s'est produite entre le système financier et le système productif.

Mais ce raisonnement ne suffit pas à justifier le maintien du statu quo, car l'argument se retourne assez facilement. S'il est vrai que l'Europe doit être autre chose qu'un prétexte à (ou un accélérateur de) la mondialisation, alors elle doit réfléchir à un système de valeurs qui la distingue du (sinon qui l'oppose au) modèle dominant "made in USA". Si la référence au modèle social européen, qui revient de façon lancinante dans les proclamations de bonnes intentions, est autre chose qu'un leurre destiné à "faire aimer l'Europe" ou à faire oublier ses contraintes, il faut s'interroger sur les modes de direction de nos entreprises et sur la mission qu'on leur fixe. Un modèle social communautaire a, sans doute, quelque chose à voir avec la gestion du processus de production et avec la façon dont le produit est partagé. Or, tout cela dépend de l'attribution et de l'exercice des droits de propriété qui caractérisent un système de gouvernance.

Si l'on estime que cette conception de la construction européenne est excessivement ambitieuse, alors il est préférable de s'en remettre au principe de subsidiarité et de laisser à chaque pays le soin de définir son propre système. Mais, si l'on prend au sérieux l'idée d'un projet économique et social qui se démarque du modèle dominant, alors il faut se donner les moyens d'imposer une gouvernance des entreprises homogène en Europe. Essayons d'esquisser la façon dont se pose le problème.

III – Retour sur la notion de gouvernance : les défis de la nouvelle entreprise

À la réflexion, la question que cherche à résoudre la littérature sur la gouvernance d'entreprise est assez spéciale, pour ne pas dire bizarre. Le seul problème que l'on se pose est, en effet, de trouver les mécanismes incitatifs qui amènent les dirigeants à agir en fonction des

intérêts des actionnaires⁶. En ce sens, on s'est longuement interrogé sur la taille et la composition des conseils d'administrations (l'indépendance des administrateurs, la proportion optimale des administrateurs exécutifs...), sur la forme de rémunération et le profil de carrière des dirigeants, sur la structure financière optimale (l'importance relative de la dette), la réglementation des OPA... Mais les études empiriques qui ont cherché à vérifier l'efficacité de ces mécanismes ont souvent conclu de façon très mitigée. En réalité, les dirigeants disposent d'une multitude de pratiques qui leur permettent de manipuler les contrats qui les lient aux actionnaires pour préserver leur autonomie : participations croisées, limitations des droits de vote, mesures anti-OPA, "pilules empoisonnées" ... Il est assez illusoire de vouloir définir des règles visant à discipliner le comportement des dirigeants, car ces règles peuvent être sensiblement tournées a posteriori. C'est pourquoi, en dépit de la bonne protection juridique et institutionnelle dont bénéficient les actionnaires au Royaume-Uni, on considère que les dirigeants disposent malgré tout d'une large indépendance.

De surcroît, l'hypothèse de base des travaux sur la gouvernance d'entreprise est que "l'entreprise moderne" est prisonnière d'une séparation entre dirigeants et actionnaires, parce que l'importance des capitaux nécessaires implique une dispersion du capital. Or, nous avons vu que c'était loin d'être le cas en Europe Continentale. D'ailleurs, dans la grande majorité des pays industrialisés, à l'exception des pays anglo-saxons, le capital des entreprises (on ne parle en général que des grandes entreprises, c'est encore plus vrai pour les petites), est fortement concentré. L'hypothèse cruciale de toute cette réflexion n'est donc pas vérifiée. Cela ne suffit pas à s'assurer du bon comportement des dirigeants, mais du moins cela fait disparaître le point essentiel du débat, c'est-à-dire le manque d'incitation et la dilution du pouvoir de contrôle, du petit actionnariat dispersé. Dans ces conditions, le problème posé serait plutôt celui de la protection des actionnaires minoritaires. Si l'on veut offrir aux sociétés un recours facile aux émissions d'actions, il faut au moins garantir à tous les investisseurs un traitement équitable. Mais, même cet argument n'est pas très convaincant car l'apport des marchés d'actions au financement de l'investissement est relativement faible. En fait, si l'on se place du point de vue de l'efficacité économique, le risque que comporte la concentration de l'actionnariat concerne l'insuffisante mobilité du capital entre firmes, activités ou secteurs : dirigeants et actionnaires complices peuvent être tentés par un excessif immobilisme dans l'orientation des investissements. Cela n'a pas grand chose à voir avec la question ordinairement traitée par la littérature sur la gouvernance d'entreprise.

Mais plus profondément, il faut se demander pourquoi cette littérature s'intéresse exclusivement aux intérêts des actionnaires. Pourquoi négliger les autres acteurs de l'entreprise, sans parler de son environnement dont la situation est naturellement affectée par ses décisions ? La question peut paraître naïve, mais la réponse qu'on y apporte fait appel à des raisonnements assez sophistiqués. Parce qu'il faut démontrer que les gains en termes d'efficacité économique permettent de dépasser l'objection de nature purement éthique. Si la maximisation de l'intérêt des actionnaires autorise un accroissement de la richesse globale, le bien être général en sera augmenté. Il sera alors possible de redistribuer le surplus ainsi créé.

C'est précisément cet argument que conforte la théorie des droits de propriété. Le principe consiste à dire que dans un monde de contrats incomplets (où il n'est pas possible d'écrire les droits et les devoirs de tous les agents économiques dans tous les états de la nature

⁶ Dans leur survey de référence, A. Shleifer et R. Vishny, définissent le sujet de la façon suivante : "Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment".
cf., A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, juin 1997, pp. 737-783.

envisageables), les droits sur le surplus créé par l'entreprise devraient être affectés aux détenteurs d'actifs stratégiques. Ceux-ci n'accepteront de spécialiser leurs actifs, donc de les rendre plus productifs mais moins disponibles (moins facilement négociables), que s'ils ont l'assurance de ne pas être expropriés, c'est-à-dire de ne pas se voir confisquer leur part du produit. Les apporteurs de capitaux sont d'autant plus vulnérables (leur rapport de force est d'autant plus faible) que leurs actifs sont spécifiques. En leur conférant les droits de propriété sur le surplus résiduel, on éliminera la menace de la confiscation puisque le partage du produit ne peut plus juridiquement être contesté, et on les amènera à investir efficacement leur capital.

Cette analyse se conçoit bien dans le cas de la firme traditionnelle dont les frontières sont claires et dont les actifs physiques constituent le facteur stratégique de production. Or, les évolutions économiques en cours remettent en cause ces conditions.

1 – D'abord, parce qu'elles rendent plus incertaines les frontières de l'entreprise. De plus en plus, les quasi-rentes et survaleurs sont créées dans des structures hybrides, entre firme et marché, qui organisent la coopération entre unités de production juridiquement distinctes. Les limites de la société de capitaux ne coïncident plus avec celles de l'organisation économique créatrice de surplus. La meilleure illustration de ce propos se trouve dans l'exemple des entreprises en réseaux, dont la production de valeur résulte de la mise en relation d'un ensemble de producteurs et/ou de distributeurs. Elle met en jeu la construction de marques communes, l'élaboration d'une gamme de produits, l'application de normes de qualité... Autant d'opérations qui visent à constituer et à gérer des interdépendances. Le surplus économique est le produit des connections ainsi établies, sans que l'on puisse dire exactement qui le génère et où il se concrétise. Sa pérennité dépend de la stabilité de l'organisation.

Dans ces conditions, le pilotage de l'entreprise ne peut plus se limiter à la maîtrise de son organisation interne. Elle doit aussi s'efforcer de valoriser et de stabiliser ses relations avec le réseau dans lequel elle s'insère. Lorsque les unités d'une telle organisation acceptent d'entrer dans des complémentarités stratégiques, elles se spécialisent, réduisent leur pouvoir de négociation et s'exposent donc à un risque d'expropriation (au même sens que celui que nous avons utilisé à propos des apporteurs de capitaux). Plus généralement, pour que les fournisseurs et les clients d'une entreprise acceptent d'entrer avec elle dans des relations de long terme, il faut leur offrir des garanties crédibles. Pour reprendre le raisonnement précédent, il faut logiquement leur consentir des droits de propriété et donc les associer au partage du surplus résiduel. Concrètement, cela signifie que la firme doit se doter d'objectifs et de formes de gouvernance qui préservent des relations durables avec ces "parties prenantes". C'est un gage d'efficacité productive et c'est la première justification d'un modèle de stakeholders.

2 – D'autre part, à l'intérieur même de la firme la structure du pouvoir a changé car les actifs physiques ne sont plus la seule ressource stratégique. Dans l'entreprise traditionnelle les ressources humaines étaient étroitement liées aux équipements, parce que la forme prise par le capital déterminaient les conditions d'utilisation de la main d'œuvre, sa productivité, la structure des qualifications... Dans le cas extrême de l'entreprise taylorienne ce sont les caractéristiques des actifs physiques qui définissent l'organisation du travail. Les salariés sont aisément interchangeables à leur poste de travail, ce qui revient à dire que leur capital humain est peu spécifique.

Or, ce schéma est remis en cause par le passage à une économie de la connaissance. La montée de l'immatériel signifie que la création de valeur dépend plus largement de l'utilisation de compétences particulières, qu'il s'agisse de capacités d'innovations ou de qualités managériales. Parallèlement, l'accès plus facile aux financements, du fait de la déréglementation financière, rend la détention de capital moins stratégique. Ainsi, le pouvoir se déplace vers les propriétaires de capital humain spécifique, qui sont en mesure de s'approprier une partie du surplus économique créée par la firme. Les quasi-rentes ou les survaleurs ne sont donc plus liées directement aux actifs réels ou financiers.

Ce constat se justifie du point de vue de l'efficacité économique. Car les salariés à forte compétence seront d'autant plus incités à s'investir dans l'entreprise et à y développer des savoir-faire spécifiques qu'ils auront la possibilité de capter une plus grande part du surplus. Ce faisant, ils contribueront à accroître la productivité et la valeur de la firme. Dans le cas contraire, c'est-à-dire si les actionnaires confisquent une part excessive du surplus, les salariés refuseront de s'engager dans une relation qui risque de les rendre trop dépendants de l'entreprise, sans contrepartie suffisante. Ou encore, ils choisiront d'aller valoriser leur compétence dans une autre firme, emportant avec eux des compétences et des savoir-faire difficilement remplaçables. Il existe en ce sens de nombreuses expériences d'entreprises qui se sont trouvées fortement dévalorisées par le départ d'un dirigeant ou d'une équipe d'ingénieurs disposant d'une position et de qualifications stratégiques. Sans doute, l'entreprise économe en capital mais exigeante en capital humain, ne constitue pas une généralité. Mais, c'est elle évidemment qui intéresse l'avenir et c'est elle aussi, qui a été au cœur des difficultés récentes de valorisation.

Ces considérations soulignent bien la relativité, pour ne pas dire la pauvreté, de la littérature traditionnelle sur la gouvernance d'entreprise. Elles devraient nous convaincre de passer moins de temps à dissenter sur le renforcement du pouvoir de l'actionnariat dispersé, et de nous attacher plutôt à étudier les méthodes visant à mieux contrôler et préserver le capital humain de l'entreprise⁷. Car il existe bien sûr, des répliques au risque de fuite des compétences. L'organisation de la firme peut chercher à accroître l'interdépendance entre les salariés, donc à minimiser l'incidence des individualités sur le résultat et la valeur de l'entreprise. Mais une stratégie complémentaire consiste à reconnaître le pouvoir (donc les droits de propriété) dont dispose le capital humain en le valorisant correctement, en l'associant aux décisions et aux résultats... C'est la seconde justification d'un modèle de stakeholders.

IV – Deux propositions en forme d'interrogations

Au total, il nous semble que ces transformations économiques, sociales et techniques qui affectent l'entreprise renouvèlent profondément l'analyse et la définition de sa gouvernance. Et s'il s'agit d'esquisser un modèle européen, il serait très insuffisant (pour ne pas dire dérisoire) de ramener le problème à une affaire de normes comptables ou de composition des conseils d'administration. De surcroît, il serait faux de ne voir dans la crise financière actuelle que la conséquence de pratiques comptables frauduleuses ou de stratégies incontrôlées. D'abord, parce que la bulle boursière s'est formée et a éclaté avant que ne soient

⁷ Cette idée est très bien présentée et développée par R. Rajan et L. Zingales dans "The Governance of the New-Enterprise", dans "Corporate Governance" X. Vives (ed), Cambridge University Press, 2000 et dans "The Influence of the Financial Revolution on the Nature of Firms", *American Economic Review*, Mai 2001, pp. 206-211.

révélés les graves problèmes de gouvernance (au sens étroit du terme) dans certaines entreprises. Ensuite, parce que ces errements sont pour partie le résultat du jeu irrationnel des marchés. La rentabilité exigée dans un mouvement de surenchère (les fameux 15 %, dont on cherche toujours l'origine) a créé dans un premier temps des illusions qui ont engendré artificiellement des survaleurs ; elle a incité à un surendettement dont on commence à réaliser la démesure ; pour finir elle a poussé à la faute des dirigeants dont la position et la rémunération étaient trop dépendantes des valorisations boursières. Bien sûr, il serait souhaitable de s'entendre sur un ensemble de règles communes et d'unifier le système de régulation des institutions et des marchés financiers. Mais, on conviendra que les défis que l'on vient d'évoquer (l'éclatement des frontières de l'entreprise et le déplacement des droits de propriété) appellent des réponses d'une autre ampleur. L'amélioration des mécanismes de gouvernance ne mettra pas fin à l'instabilité intrinsèque des marchés financiers. De surcroît, les solutions à envisager ne doivent pas seulement prendre en compte des considérations d'efficacité économique ; elles doivent aussi correspondre à des choix de société. Il nous semble que ces choix renvoient à deux questions très générales.

1 – Un système respectueux du long terme ?

L'insertion de l'entreprise dans des relations durables avec ses clients, fournisseurs ou partenaires dans un réseau, suppose un système de financement et de gouvernance respectueux du long terme. Pour nombre d'entreprises ou de secteurs d'activités la dictature de la performance à court terme est sans doute contre-productive. Les vertus que l'on prêtait, il n'y a pas si longtemps au *capitalisme rhénan* relevaient précisément de cette idée. On stigmatisait à l'époque (c'est-à-dire dans les années 70-80), la myopie et la volatilité des marchés, et l'on montrait qu'en termes de croissance, ou de taux d'investissement les pays à systèmes intermédiés s'étaient mieux comportés. Depuis lors, il est apparu que des connivences trop étroites entre banques et entreprises, un actionnariat trop concentré et trop stable pouvait être facteur d'immobilisme. Et, sans le moindre état d'âme, on dénigre aujourd'hui, ce qui était considéré hier comme le modèle à suivre.

Ce renversement du discours est tout à fait excessif, car même si l'on considère que la nouvelle économie est une révolution profonde et durable, il n'est pas établi qu'elle ne s'accorde qu'avec un système à l'anglo-saxonne "orienté par les marchés". Certes, il est vrai que certaines activités nouvelles méritent des financements particuliers, que le système bancaire et les instruments bancaires traditionnels ne peuvent satisfaire. Mais, cela ne signifie pas pour autant, que ces entreprises innovantes (en création ou en développement) relèvent d'un contrôle et d'un financement direct par les marchés. Les organismes de capital-risque sont bel et bien des intermédiaires financiers. Les marchés n'interviennent qu'en relais pour assurer la liquidité et l'évolution des investissements effectués. C'est sans doute important, mais ce n'est pas une question essentielle de gouvernance.

Il est vrai aussi que certaines activités, soumises à des incertitudes technologiques et commerciales importantes, requièrent des systèmes de contrôle qui imposent des contraintes financières fortes de court terme, pour éviter de laisser perdurer des gaspillages inutiles. Mais, il serait faux d'assimiler ces activités à tous les secteurs de nouvelles technologies. Dans les biotechnologies par exemple, les processus d'innovation et de production demandent souvent beaucoup de temps. Et, l'on voit mal comment le financement de ce type d'activité est compatible avec les impatiences des marchés.

Enfin, il est vrai que la soumission au contrôle de marché peut aider à une meilleure allocation des free cash-flows. La discipline des marchés financiers peut inciter les grandes firmes à la flexibilité et au redéploiement de leurs activités. Reste à se demander quelle est la fiabilité des signaux envoyés par ces marchés qui multiplient la valorisation d'une entreprise par dix en quelques mois, pour la diviser par autant quelques semaines plus tard.

Au total, le problème se résume à savoir comment concilier contrôle et respect de relations stables avec les apporteurs de capitaux. L'interrogation n'est pas très originale, mais il est bien difficile d'y répondre. Disons au moins qu'avant de critiquer et de briser les blocs de contrôle, il faut se garantir contre les fantaisies des marchés. Avant de satisfaire aux demandes des fonds d'investissement étrangers, il serait utile de savoir comment ils joueront leur rôle d'actionnaires. Plaider pour un retour de l'intermédiation peut apparaître comme paradoxal ou rétrograde. Pourtant, l'essentiel de l'épargne est aujourd'hui intermédié et l'on parle d'intermédiation de marché à propos de l'épargne collectée par des institutions financières et investie en titre négociables. Simplement, il existe des types bien différents d'intermédiaires financiers, qui n'ont pas les mêmes critères de gestion et qui n'entretiennent pas les mêmes relations avec les entreprises. Or, il existe ici un large espace de régulation : en orientant l'épargne et en contraignant le comportement des intermédiaires financiers. La conception de l'épargne-retraite devrait jouer en ce sens un rôle crucial.

2 – Un système respectueux du capital humain ?

D'un point de vue éthique, il peut être choquant de convenir que l'entreprise (et plus généralement le système économique) doit être dirigée en fonction des seuls intérêts des actionnaires. Tandis que du point de vue de l'efficacité économique, on a tenté de montrer qu'une telle conception était dangereuse, car elle fragilisait l'accès aux ressources stratégiques. Le souci du long terme rejoint ici le respect de toutes les parties prenantes de la firme.

Cela étant, la mise en œuvre de ce principe (la considération des intérêts de tous les stakeholders) ne concerne pas seulement les formes de gouvernance *stricto sensu*. La prise en compte de l'environnement (le développement durable) relève plus de la régulation publique (par le biais de normes, de taxes ou d'incitations en tous genres) que de la responsabilité des dirigeants d'entreprises. Et l'on ne voit pas bien comment, si ce n'est de façon démagogique, intégrer ces préoccupations dans un modèle de gouvernance.

Au demeurant, le respect de certaines parties prenantes peut s'inscrire dans des contrats formels ou informels qui leur garantissent des échanges équitables sans que l'on soit tenu de les associer aux structures de gouvernance, ou de leur reconnaître des droits de propriété sur le surplus résiduel. C'est plutôt en ces termes qu'il faut envisager une grande part des relations avec les fournisseurs et les clients.

La prise en compte des intérêts des salariés requiert, par contre, des solutions d'une autre nature. Car, la valorisation du capital humain ne peut être seulement une affaire de rémunération ; c'est plus généralement une question de conditions de travail et de participation aux décisions. Ce n'est donc pas la distribution de stock-options ou l'intéressement aux résultats sous toutes ses formes qui constitue la réponse à ce problème de partage des droits résiduels. D'ailleurs, on sait bien que les stock-options sont le plus souvent comprises comme un mécanisme incitant leurs bénéficiaires à la maximisation de la valeur de la firme. Les dispositifs d'épargne salariale, tels qu'ils fonctionnent aujourd'hui, ne sont donc

pas une réponse suffisante parce qu'ils ne confèrent aucun pouvoir dans les instances de décision.

La meilleure solution est donc la généralisation de structures de gouvernance bipartites, assurant aux salariés une représentation significative au conseil de surveillance. Il est vrai que le système de cogestion à l'allemande a fait l'objet de bien des critiques. La critique usuelle que l'on adresse au modèle de stakeholders concerne sa difficulté à gérer en fonction d'objectifs contradictoires. Lorsque les attentes à l'égard de la firme se multiplient, il devient vite impossible de décider. Mais il serait naïf de penser que le fait de se ramener à la maximisation du profit ou de la valeur de la firme fait disparaître toute forme de conflit. Car, ce critère peut faire l'objet d'interprétations très diverses et l'on a bien vu, dans certaines affaires récentes, qu'il pouvait exister des affrontements extrêmement vifs entre groupes d'actionnaires, dont les appréciations et les intérêts étaient divergents. La participation des salariés complique, sans doute, le processus de décision, mais il enrichit aussi les solutions retenues. D'ailleurs, on peut observer que la structure bipartite a tendance à gagner du terrain dans plusieurs pays et parmi les grandes entreprises.

Mais, cette esquisse de convergence ne doit pas faire illusion. Un modèle européen de gouvernance d'entreprise ne va pas se construire spontanément, par simple rapprochement ou hybridation des modèles nationaux. Personne n'imagine qu'un modèle social européen puisse émerger de la mise en concurrence des systèmes nationaux. Il en est de même pour la gouvernance d'entreprise. Le laissez-faire en ce domaine conduira au mieux à l'alignement sur le modèle dominant, au pire à l'incohérence. C'est sans doute la ligne de plus grande pente, mais c'est la voie de la démission. Seule une démarche volontariste et concertée au niveau de l'Union pourra établir l'empreinte d'un système de valeurs partagées sur la gouvernance de nos entreprises et la trajectoire de notre économie.

QUELLE GOUVERNANCE, POUR QUELLES ENTREPRISES ?

(Cahiers français, juillet-août 2002)

On appelle gouvernance (ou gouvernement) de l'entreprise les formes de contrôle de ses décisions qui assurent leur adéquation aux objectifs fixés. De façon plus restrictive, la littérature sur ce domaine a privilégié une question particulière : comment faire en sorte que les dirigeants de la firme agissent au mieux des intérêts des actionnaires ?

Les réflexions à ce sujet ont été engagées par la fameuse contribution de Berle et Means, publiée il y a quelques dizaines d'années⁸. Leur thèse reposait sur la conviction d'une séparation inéluctable entre propriété et management, car l'importance des capitaux nécessaires à l'entreprise "moderne" impliquait, selon eux, un actionnariat dispersé incapable d'imposer ses objectifs aux dirigeants. Ils exprimaient ainsi un problème que la théorie de l'agence s'est efforcée de formaliser et d'élucider : trouver les incitations ou les contraintes qui conduisent les managers à ne pas abuser de leur position. Car ceux-ci bénéficient d'informations privilégiées (on dit que ce sont des "*insiders*") sur la situation et les potentialités de l'entreprise, qu'ils peuvent exploiter à leur avantage. Ils prennent aussi quotidiennement une multitude de décisions plus ou moins stratégiques que les actionnaires n'ont pas la capacité de contester et qui peuvent leur être défavorables.

Car, on n'a aucune raison a priori de penser que les dirigeants s'intéressent principalement, aux profits ou à la valeur de marché de l'entreprise qui constituent sans doute l'objectif des actionnaires. Les managers sont plutôt à la recherche des avantages matériels en tout genre que la firme peut leur procurer. Ils sont aussi certainement à la recherche d'une reconnaissance sociale ou d'un pouvoir qu'ils trouveront dans la maximisation de la taille ou de la croissance de l'entreprise, ce qui peut se révéler contradictoire avec la maximisation des profits. Enfin on peut imaginer qu'ils sont attachés à la stabilité de leur situation de sorte qu'ils auront tendance à refuser les risques qui auraient pour eux des conséquences graves (leur capital humain était exclusivement investi dans l'entreprise) alors que les actionnaires ont la possibilité de diversifier leur capital financier (ils ne s'intéressent qu'au risque systématique des investissements).

Pour toutes ces raisons les dirigeants préféreront surinvestir les profits au sein de l'entreprise au lieu de les distribuer sous forme de dividendes ; ils renonceront à optimiser l'allocation des ressources pour garder des marges de flexibilité ; ils choisiront des investissements peu risqués (et en principe moins rentables) ou au contraire des investissements trop risqués (par rapport aux préférences des actionnaires) pour satisfaire leur désir de croissance... Touts ces décisions, et bien d'autres, manifestent l'existence d'un conflit d'intérêt entre dirigeants et actionnaires qui posent un problème de respect des droits de propriété, mais surtout qui hypothèquent l'efficience du système économique. Car il est évidemment difficile de mobiliser l'épargne si les apporteurs de capitaux ne peuvent obtenir une juste rémunération. C'est dire que le conflit d'intérêt débouche potentiellement sur un déficit de croissance.

Observons cependant que le contrôle des dirigeants est d'autant plus utile que l'entreprise dispose, du fait d'imperfections de marchés, d'une quasi-rente (c'est-à-dire de

⁸ Cf. A. Berle et G. Means "The Modern Corporation and Private Property", New-York (1932). En remontant plus loin dans le temps on peut noter que A. Smith observait déjà dans la Richesse des Nations (1776) que le fait de confier la gestion de son épargne à des dirigeants d'entreprise posait un problème de contrôle.

surprofits) importante. C'est principalement ce surplus, soustrait à la pression des marchés, qui donne aux dirigeants les moyens de politiques favorables à leurs intérêts. Une situation de concurrence pure et parfaite fait logiquement disparaître ces surprofits et donc cette marge de liberté (ce que l'on nomme le "*slack managérial*"). Ce qui revient à dire que la concurrence sur les marchés de biens contribue à discipliner les décisions managériales, et qu'elle constitue donc un substitut aux mécanismes de gouvernance.

Il n'empêche que si la concurrence sanctionne les firmes dirigées par les dirigeants incompetents ou gaspilleurs en les faisant disparaître, les actionnaires sont contraints d'en supporter les conséquences. Il est donc préférable de trouver les formes de gouvernance qui permettent de contrôler les dirigeants de façon moins coûteuse. Nous allons donc recenser les solutions envisageables avant de nous interroger sur les fondements de cette littérature⁹.

I – Les mécanismes de la gouvernance d'entreprise

En simplifiant quelque peu, on distingue trois grands types de mécanismes capables de résoudre le problème d'agence que l'on vient de définir :

- d'une part le contrôle interne réalisé par les diverses instances (conseils et comités) chargés de surveiller, et d'infléchir éventuellement, l'action des dirigeants.
- d'autre part les mécanismes incitatifs destinés à réduire le conflit d'objectif entre dirigeants et actionnaires.
- enfin le contrôle externe exercé par les marchés et les intermédiaires financiers.

A – Le contrôle interne

C'est en principe le conseil d'administration, élu en assemblée générale, qui constitue l'instance d'intermédiation privilégiée entre les actionnaires et les dirigeants. Les règles et les pratiques qui définissent la composition et le fonctionnement de ces conseils sont bien différentes d'un pays à l'autre. Mais de manière générale leur rôle consiste à désigner les dirigeants de l'entreprise, à fixer leur rémunération, à les remplacer le cas échéant et surtout à contrôler la politique mise en oeuvre. Ainsi l'actionnariat dispersé en élisant ses représentants, a la possibilité de faire valoir ses intérêts alors que son incapacité à communiquer et se coordonner l'empêche de peser directement sur les décisions de la firme.

Malheureusement, en pratique, il est douteux que le conseil d'administration soit en mesure de remplir la mission très large qui lui est ainsi confiée. D'abord parce que ses membres sont souvent trop nombreux et trop liés aux dirigeants de l'entreprise. Ceux-ci ont en général une influence déterminante sur l'élection du conseil. L'indépendance des administrateurs est certainement une condition de leur impartialité et de leur engagement en faveur des petits porteurs anonymes. C'est pourquoi tous les rapports qui ont été consacrés au gouvernement d'entreprise ont fait des propositions sur ce point. Mais l'argument n'est pas aussi solide qu'il y paraît à première vue et la notion d'indépendance n'est pas facile à définir.

⁹ Parmi les nombreux surveys sur la gouvernance d'entreprise, on retiendra : A. Schleifer et R. Vishny "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, Juin 1997, pp. 737-783 et D. Denis "Twenty-five Years of Corporate Governance Research... and Counting", *Review of Financial Economics*, 2001, pp. 191-212. Un numéro spécial récent de la *Revue d'Économie Financière* (n° 63, 2001), aborde utilement un certain nombre de questions en débat.

Une bonne connaissance de l'entreprise, de son métier, de sa gestion est de nature à rendre le contrôle plus efficace. Dès lors il est délicat de récuser les administrateurs qui ont une certaine proximité par rapport à l'entreprise et donc à ses dirigeants : la compétence et l'indépendance sont, dans une certaine mesure, des qualités contradictoires. C'est ainsi que l'on justifie, au moins en partie, l'endogamie que l'on observe un peu partout, et spécialement en Europe Continentale, entre les administrateurs des grandes entreprises. En France, par exemple, on trouve très souvent dans les conseils des sociétés cotées les mêmes personnalités, issues d'un club assez fermé, qui cumulent les mandats¹⁰. L'entrelacement de leurs intérêts est alors un obstacle à la rigueur du contrôle.

Cette situation est susceptible d'évoluer. Mais cela n'affectera pas sensiblement l'efficacité du contrôle interne. D'ailleurs, à ce jour aucune étude empirique n'a pu établir de relation convaincante entre la composition des conseils d'administration et la performance des firmes. Des réunions de conseil, même fréquentes (disons une fois par mois dans les meilleurs des cas) et conduites avec sérieux ne sont pas suffisantes pour surveiller et infléchir les politiques très complexes des grandes sociétés. Des expériences récentes ont montré combien les administrateurs étaient démunis et passifs face à des stratégies qui se sont révélées a posteriori franchement excentriques. L'accès à l'information interne est ici une question cruciale : il est évident que les administrateurs sont dépendants des documents comptables qui leur sont communiqués. Or, la comptabilité reflète de façon approximative la réalité des performances et de la valeur de la firme. Cela résulte de l'accroissement des actifs immatériels dont l'évaluation est fragile, de l'utilisation croissante des produits dérivés, de la montée des stock-options qui ne figurent pas dans les comptes stricto sensu... C'est pourquoi le rôle des comités d'audit, au sein des conseils d'administration, devrait prendre de plus en plus d'importance : leur mission est d'apporter de l'information et faire des propositions sur les pratiques comptables de l'entreprise. Toutefois en réalité pour les administrateurs, comme pour toutes les parties prenantes de la firme, la crédibilité des informations repose sur les certifications effectuées par les cabinets d'audit externe. Or, on a vu récemment que ces certifications étaient elles-mêmes sujettes à bien des turpitudes. Le mélange des genres entre les activités de conseil et celles d'audit ont créé des conflits d'intérêts préjudiciables. Mais cette question dépasse le problème du contrôle interne proprement dit.

B – Les solutions incitatives

A côté des dispositifs de contrainte ou de surveillance de l'action des dirigeants, on peut imaginer des mesures qui affaiblissent le conflit d'intérêt qui est à l'origine du problème posé. Il s'agit de trouver des incitations qui rapprochent les objectifs des dirigeants et des actionnaires. On cherche donc à lier la situation des dirigeants aux résultats de l'entreprise de sorte qu'ils trouvent avantage à optimiser l'allocation des ressources, à investir ou à distribuer les cash flows au mieux..., bref à maximiser la valeur de la firme.

1 – L'incitation par les rémunérations

La solution la plus immédiate consiste à rémunérer les dirigeants en fonction des profits et/ou de la valeur boursière de l'entreprise. L'idée peut être mise en pratique de diverses façons : par exemple en leur octroyant des primes proportionnelles aux bénéfices réalisés, en

¹⁰ On considère qu'une trentaine de personnalités trustent près de 200 mandats d'administrateurs de grandes sociétés.

leur donnant des actions de l'entreprise ou en leur permettant de les acquérir à des conditions avantageuses, ou encore en leur accordant des stock-options. Cette forme de rémunération s'est beaucoup développée dans les années récentes et l'on considère que dans la plupart des grandes sociétés plus de 50 % des revenus des chefs d'entreprise sont indexés sur la valeur boursière de leur firme.

Au-delà de son caractère incitatif la rémunération sous forme d'actions possède un "avantage" apparent qui explique aussi une part de son succès : elle ne donne pas lieu à un paiement direct, c'est-à-dire à une sortie de liquidité. Elle n'apparaît pas non plus comme une charge dans les comptes de l'entreprise et contribue à gonfler artificiellement les résultats. Le procédé n'en est pas moins critiquable et il a, sans doute, contribué aux errements de l'information comptable observés dans le passé récent. Car le coût de cette forme de rémunération pour l'entreprise et ses actionnaires existe bel et bien même s'il ne ressort pas dans le compte de résultats ; il se traduit par une dilution du bénéfice. Et ce coût est même d'autant plus important que les dirigeants sont averses au risque. Car ceux-ci préfèrent a priori des revenus stables, ce qui signifie qu'il faut leur accorder une rémunération d'autant plus élevée en moyenne qu'elle est variable. L'incitation a donc un prix. Elle présente aussi diverses imperfections qui peuvent la rendre dangereuse ou du moins contre productive :

- remarquons en premier lieu que les performances boursières ne sont pas nécessairement la conséquence du travail et de la compétence des dirigeants. L'envolée des cours boursiers à la fin des années 90 était due principalement à un contexte économique favorable (conjuncture soutenue, baisse de l'inflation et des taux d'intérêt...) ainsi qu'à un optimisme spéculatif excessif. Ce n'est pas le comportement plus appliqué ou plus vertueux des dirigeants qui a été déterminant dans cet épisode. La forte croissance de leur rémunération induite par l'évolution boursière était donc injustifiée. L'incitation s'est tout simplement transformée en un gigantesque gaspillage.

Pour être efficace et équitable il faudrait que l'incitation porte sur la performance relative des dirigeants, c'est-à-dire qu'elle devrait être purgée de l'effet du contexte macroéconomique ou qu'elle devrait se fonder sur la comparaison avec des entreprises semblables. Mais on conçoit qu'il soit bien difficile de mettre en pratique ce genre d'idée.

- d'autre part le mécanisme incitatif est en partie asymétrique. Le revenu des dirigeants n'est pas aussi sensible à la baisse des performances qu'il l'est à la hausse. C'est particulièrement vrai dans le cas des options qui sont par définition un produit asymétrique : lorsque le cours des actions se situe en dessous du prix d'exercice des options accordées, le revenu de leur détenteur est inchangé (il ne baisse pas). Qui plus est, lorsque le prix de marché du titre devient trop bas par rapport au prix d'exercice le mécanisme d'incitation ne joue plus, car la probabilité de pouvoir exercer l'option est trop faible. C'est pourquoi certaines sociétés ont envisagé, en situation de déprime boursière, de relancer des programmes de stock-options avec des prix d'exercice diminués. Ces projets ont suscité l'indignation des associations de petits actionnaires qui ont considéré, avec quelque raison, qu'il était excessif de manipuler le système de rémunération pour le rendre systématiquement favorable aux dirigeants.

- mais l'aspect le plus inquiétant de ce mécanisme est qu'il tend à privilégier la performance de court terme. Ce système de rémunération incite à pousser le cours boursier le plus haut possible, le temps de vendre les actions ou d'exercer les options qui ont été concédées. A la limite, tout peut être bon pour doper le prix du titre : des informations plus ou moins exactes ou des présentations comptables trompeuses. Naturellement il ne faut pas

exagérer l'importance de ces comportements délictueux. Toutefois un certain nombre d'expériences récentes démontrent que ce genre de pratique ne relève pas de la science-fiction.

2 – L'incitation par la structure financière

Les choix de financement, dès lors qu'ils s'imposent aux dirigeants de l'entreprise, peuvent également servir de mécanisme incitatif. La théorie de l'agence a d'ailleurs trouvé là son champ d'application le plus fertile. Elle a ainsi fourni la contestation la plus convaincante des fameux théorèmes de Modigliani et Miller sur l'indifférence de la politique financière. Le principe de cette remise en cause réside dans la réduction des coûts d'agence que permettraient des politiques de levier (de rapport Dettes/Capitaux Propres) et de dividendes optimales. Par là même ces décisions affecteraient la valeur de la firme et son coût du capital.

En effet, le financement par dette (ou le versement de dividendes) limite la marge de manœuvre des dirigeants parce que les cash flows laissés à leur libre disposition se trouvent amputés du paiement des intérêts et des remboursements. A la différence des actions, les contrats de dettes définissent des obligations précises, et si l'entreprise ne tient pas ses engagements elle perd les garanties consenties ainsi que les droits de propriété sur ses actifs. Par conséquent, l'accroissement de la dette réduit le pouvoir des dirigeants sur l'excédent d'exploitation. Dans le même temps, il les place sur le "fil du rasoir" en faisant peser la menace d'une faillite qui leur ferait perdre leur situation. Dans les deux cas l'endettement exerce une discipline un peu analogue à celle de la concurrence sur les marchés de biens. Il sert les intérêts des actionnaires en réduisant le "*slack managérial*".

L'argument ne peut cependant être poussé trop loin, car l'augmentation de la dette engendre à partir d'un certain niveau un conflit d'intérêt entre actionnaires et prêteurs : trop de dette incite à prendre un excès de risque. Et, dans les faits, les paiements d'intérêt sont aujourd'hui assez faibles par rapport aux excédents d'exploitation. On a pu cependant observer que les acquisitions d'entreprises réalisées grâce à un fort endettement (telles que les rachats d'entreprise par les salariés), ont souvent conduit à une amélioration sensible des firmes rachetées. Ce qui peut laisser croire à l'existence d'un effet d'incitation dans le cas de ces opérations particulières.

C – Le contrôle externe

Le jeu sur les conditions de financement de l'entreprise (prix et volume) est une autre modalité, plus indirecte ou plus passive, de contrôle des dirigeants. En fixant le coût du capital de la firme, c'est-à-dire le taux de rendement requis sur les fonds mis à sa disposition, les apporteurs de capitaux ont la capacité de contraindre pour partie sa politique. Cette influence s'exerce au moins par trois voies différentes : l'évaluation boursière, les offres publiques d'achat, l'intermédiation financière.

1 – Le contrôle par le marché financier

La cotation boursière reflète le jugement que portent les investisseurs sur la politique de la firme, son potentiel, ses performances présentes et à venir. Elle participe aussi à la détermination du coût du capital, de sorte que le marché financier est capable de sanctionner les décisions des dirigeants ou du moins de contraindre leur marge de manœuvre.

Mais pour que ce contrôle ait une valeur encore faut-il que les informations contenues dans les signaux de marché soient de bonne qualité. Ce qui pose la question de l'efficacité des marchés financiers : l'existence de bulles spéculatives, de comportements incohérents ou mimétiques contredit naturellement cette hypothèse. Plus généralement il faut s'interroger sur la nature et l'origine des informations contenues dans les cotations boursières. Logiquement les petits actionnaires n'ont pas d'incitation à investir dans l'évaluation des entreprises. Seuls les opérateurs importants (les fonds de pension, les investisseurs institutionnels...) ont la capacité et la motivation pour collecter et traiter les informations utiles.

En fait, l'essentiel du travail est réalisé par les analystes financiers qui sont généralement les salariés d'institutions financières. Et cela pose à nouveau un problème de conflit d'intérêt car des affaires récentes ont montré que le manque d'indépendance des analystes a conduit à diffuser des évaluations déformées, voire mensongères. Seuls des organismes financiers importants ont les moyens et les incitations nécessaires pour entretenir des équipes d'analystes, mais on sait qu'il est difficile d'être juge et partie : on ne peut publier des évaluations fiables sur les entreprises dont on est le banquier ou dont on a les titres en portefeuille.

2 – Les offres publiques d'achat

Les gros investisseurs, capables de prendre une position majoritaire (un bloc de contrôle) dans une entreprise, sont dans une position toute différente. D'abord parce qu'ils ont l'incitation à investir dans l'évaluation de l'entreprise. Ensuite parce que leur problème n'est pas d'arbitrer en délaissant les actions des firmes insuffisamment performantes, comme le font les actionnaires minoritaires (ce que l'on appelle "voter avec ses pieds"). Leur jeu consiste au contraire à prendre le contrôle des entreprises mal gérées, pour réaliser une opération profitable en redressant leur valeur.

Les OPA agissent donc comme une menace à l'égard des dirigeants incompetents ou trop peu soucieux de l'intérêt des actionnaires. Malheureusement ce raisonnement se heurte à deux types d'objections :

- d'une part les dirigeants en place disposent d'une large gamme d'actions pour se défendre face à une OPA hostile. Cela va des restrictions sur les droits de vote des nouveaux actionnaires, aux difficultés de licenciement en passant par les accords de soutien mutuel passés avec d'autres entreprises ou d'autres institutions financières.

- d'autre part le principe de ces opérations recèle une contradiction fondamentale, liée au comportement de "passager clandestin" des actionnaires minoritaires. Car si ces derniers anticipent que l'OPA va réussir et que les nouveaux dirigeants vont parvenir à améliorer les performances de la firme, ils ont tout intérêt à garder leurs titres plutôt que de les vendre au prix proposé ; par conséquent l'OPA échouera. Elle réussira par contre si les actionnaires sont convaincus que les nouveaux dirigeants n'atteindront pas leurs objectifs et si le prix qui leur est offert est supérieur au prix futur qu'ils prévoient. Paradoxalement une OPA ne peut donc aboutir que si elle est économiquement douteuse. Avec le recul, il apparaît d'ailleurs que ces opérations sont souvent réalisées à des prix trop élevés et qu'elles sont rarement profitables. Elles peuvent enrichir l'actionnariat minoritaire mais on ne peut en attendre grand chose au plan de l'efficacité économique. Au demeurant si les OPA hostiles ont eu une certaine importance durant les années 80, dans les pays anglo-saxons, elles ont toujours été marginales dans les pays d'Europe Continentale.

3 – La relation d'intermédiation

Le rôle des intermédiaires financiers est aussi de résoudre le problème de "passager clandestin" en produisant de l'information pour le compte des apporteurs de capitaux dont ils collectent les ressources. Il faut ajouter que le crédit bancaire a une nature bien distincte de la dette titrisée. A la différence de la relation de marché qui est anonyme et décentralisée, la relation de crédit intermédié est bilatérale et hiérarchique. L'établissement de crédit soumet l'entreprise emprunteuse à une surveillance régulière et généralement de long terme. Et dans ces conditions l'endettement bancaire n'est pas seulement le mécanisme incitatif décrit précédemment, c'est aussi une façon d'exposer la firme à un contrôle extérieur permanent.

C'est pourquoi l'existence d'une relation entretenue entre un établissement de crédit et une firme recèle pour les actionnaires de celle-ci une information utile. Elle prouve que l'entreprise est suivie continûment et qu'elle est évaluée positivement. Il ne faut cependant pas se faire trop d'illusion sur cette information. Car le banquier ne s'intéresse en fait qu'à la probabilité de remboursement de ses prêts, il ne cherche pas à savoir si l'entreprise maximise ses profits ou sa valeur boursière.

Par ailleurs, la dette intermédiée n'a plus aujourd'hui qu'une importance marginale dans le financement des grandes entreprises. L'évaluation de leur dette titrisée, relève du marché et elle est largement déterminée par le jugement des agences de notation. Or, il y aurait beaucoup à dire sur le caractère approximatif de ce type de jugement.

II – La gouvernance face aux transformations de l'entreprise

Au total les mécanismes de gouvernance que l'on vient de passer en revue apparaissent bien fragiles. Tant d'un point de vue théorique qu'empirique il n'est pas possible de montrer qu'il existe des moyens d'assurer le contrôle des actionnaires sur les dirigeants. En réalité ceux-ci disposent d'une large gamme de manœuvres qui leur permettent de garder leur autonomie, en manipulant les contrats passés avec les actionnaires : limitations des droits de vote, mesures anti-OPA, "capture" des administrateurs... On comprend qu'il est illusoire de vouloir établir des règles de gouvernance lorsque celles-ci peuvent être tournées a posteriori. C'est pourquoi, même dans les pays où les actionnaires disposent d'une bonne protection juridique et institutionnelle, comme c'est le cas au Royaume-Uni, on considère que les dirigeants bénéficient d'une large indépendance.

L'imagination déployée pour définir des formes efficaces de gouvernance paraît en définitive bien stérile. D'autant que l'hypothèse de base de toute cette littérature, c'est-à-dire la séparation entre actionnaires et dirigeants, est infirmée dans les faits. Dans la grande majorité des pays industrialisés (à l'exception des pays anglo-saxons), le capital des entreprises est fortement concentré. C'est particulièrement vrai en Europe Continentale, puisque l'on observe, par exemple, qu'en Allemagne et en France le plus gros actionnaire détient en moyenne près de la moitié du capital des entreprises cotées ; le pourcentage est de 38 % en Italie, et de 18 % au Royaume-Uni¹¹. En fonction de l'histoire industrielle de chaque pays ce sont des familles,

¹¹ Cf. M. Boutillier, A. Labye, C. Lagoutte, N. Lévy et V. Oheix "Financement et gouvernement des entreprises : exceptions et convergences européennes", *Revue d'Économie Politique*, juillet-août, 2002.

des holdings, des fondations ou des institutions financières qui constituent ces actionnaires majoritaires.

Ces observations démontrent que le problème du contrôle des dirigeants est certainement une affaire sérieuse, mais qu'il est le plus souvent résolu de façon radicale : par la constitution de blocs de contrôle qui supprime la difficulté posée par l'actionnariat dispersé. Cela ne suffit pas à s'assurer du bon comportement des dirigeants, mais du moins cela fait disparaître le point essentiel du débat, c'est-à-dire le manque d'incitation et la dilution du pouvoir de contrôle du petit actionnariat dispersé. Dans ces conditions le problème posé serait plutôt celui de la protection des actionnaires minoritaires. Si l'on veut offrir aux sociétés un recours facile aux émissions d'actions, il faut au moins garantir à tous les investisseurs un traitement équitable. Mais même cet argument n'est pas très convaincant car l'apport des marchés d'actions au financement de l'investissement est relativement faible. En fait, si l'on se place du point de vue de l'efficacité économique, le risque que comporte la concentration de l'actionnariat concerne l'insuffisante mobilité du capital entre firmes, activités ou secteurs : dirigeants et actionnaires complices peuvent être tentés par un excessif immobilisme dans l'orientation des investissements. Cela n'a pas grand chose à voir avec la question ordinairement traitée par la littérature sur la gouvernance d'entreprise.

Mais plus profondément, il faut se demander pourquoi cette littérature s'intéresse exclusivement aux intérêts des actionnaires. Pourquoi négliger les autres acteurs de l'entreprise, sans parler de son environnement dont la situation est naturellement affectée par ses décisions ? La question peut paraître naïve, mais la réponse qu'on y apporte fait appel à des raisonnements assez sophistiqués. Parce qu'il faut démontrer que les gains en termes d'efficacité économique permettent de dépasser l'objection de nature purement éthique. Si la maximisation de l'intérêt des actionnaires autorise un accroissement de la richesse globale, le bien être général en sera augmenté. Il sera alors possible de redistribuer le surplus ainsi créé.

C'est précisément cet argument que conforte la théorie des droits de propriété. Le principe consiste à dire que dans un monde de contrats incomplets (où il n'est pas possible d'écrire les droits et les devoirs de tous les agents économiques dans tous les états de la nature envisageables), les droits sur le surplus créé par l'entreprise devraient être affectés aux détenteurs d'actifs stratégiques. Ceux-ci n'accepteront de spécialiser leurs actifs, donc de les rendre plus productifs mais moins disponibles (moins facilement négociables), que s'ils ont l'assurance de ne pas être expropriés, c'est-à-dire de ne pas se voir confisquer leur part du produit. Les apporteurs de capitaux sont d'autant plus vulnérables (leur rapport de force est d'autant plus faible) que leurs actifs sont spécifiques. En leur conférant les droits de propriété sur le surplus résiduel on éliminera la menace de la confiscation puisque le partage du produit ne peut plus juridiquement être contesté, et on les amènera à investir efficacement leur capital.

Cette analyse se conçoit bien dans le cas de la firme traditionnelle dont les frontières sont claires et dont les actifs physiques constituent le facteur stratégique de production. Or, les évolutions économiques en cours remettent en cause ces conditions.

1 – L'éclatement des frontières de la firme

D'abord parce qu'elles rendent plus incertaines les frontières de l'entreprise. De plus en plus les quasi-rentes et survaleurs sont créées dans des structures hybrides, entre firme et marché, qui organisent la coopération entre unités de production juridiquement distinctes. Les

limites de la société de capitaux ne coïncident plus avec celles de l'organisation économique créatrice de surplus. La meilleure illustration de ce propos se trouve dans l'exemple des entreprises en réseaux, dont la production de valeur résulte de la mise en relation d'un ensemble de producteurs et/ou de distributeurs. Elle met en jeu la construction de marques communes, l'élaboration d'une gamme de produits, l'application de normes de qualité... Autant d'opérations qui visent à constituer et à gérer des interdépendances. Le surplus économique est le produit des connections ainsi établies, sans que l'on puisse dire exactement qui le génère et où il se concrétise. Sa pérennité dépend de la stabilité de l'organisation.

Dans ces conditions le pilotage de l'entreprise ne peut plus se limiter à la maîtrise de son organisation interne. Elle doit aussi s'efforcer de valoriser et de stabiliser ses relations avec le réseau dans lequel elle s'insère. Lorsque les unités d'une telle organisation acceptent d'entrer dans des complémentarités stratégiques, elles se spécialisent, réduisent leur pouvoir de négociation et s'exposent donc à un risque d'expropriation (au même sens que celui que nous avons utilisé à propos des apporteurs de capitaux). Plus généralement, pour que les fournisseurs et les clients d'une entreprise acceptent d'entrer avec elle dans des relations de long terme, il faut leur offrir des garanties crédibles. Pour reprendre le raisonnement précédent, il faut logiquement leur consentir des droits de propriété et donc les associer au partage du surplus résiduel. Concrètement cela signifie que la firme doit se doter d'objectifs et de formes de gouvernance qui préservent des relations durables avec ces "parties prenantes". C'est un gage d'efficacité productive et c'est la première justification d'un modèle de stakeholders.

2 – Le déplacement des droits de propriété

D'autre part, à l'intérieur même de la firme la structure du pouvoir a changé car les actifs physiques ne sont plus la seule ressource stratégique. Dans l'entreprise traditionnelle les ressources humaines étaient étroitement liées aux équipements, parce que la forme prise par le capital déterminaient les conditions d'utilisation de la main d'œuvre, sa productivité, la structure des qualifications... Dans le cas extrême de l'entreprise taylorienne ce sont les caractéristiques des actifs physiques qui définissent l'organisation du travail. Les salariés sont aisément interchangeables à leur poste de travail, ce qui revient à dire que leur capital humain est peu spécifique.

Or, ce schéma est remis en cause par le passage à une économie de la connaissance. La montée de l'immatériel signifie que la création de valeur dépend plus largement de l'utilisation de compétences particulières, qu'il s'agisse de capacités d'innovations ou de qualités managériales. Parallèlement l'accès plus facile aux financements, du fait de la déréglementation financière, rend la détention de capital moins stratégique. Ainsi le pouvoir se déplace vers les propriétaires de capital humain spécifique, qui sont en mesure de s'approprier une partie du surplus économique créé par la firme. Les quasi-rentes ou les survaleurs ne sont donc plus liées directement aux actifs réels ou financiers.

Ce constat se justifie du point de vue de l'efficacité économique. Car les salariés à forte compétence seront d'autant plus incités à s'investir dans l'entreprise et à y développer des savoir-faire spécifiques qu'ils auront la possibilité de capter une plus grande part du surplus. Ce faisant, ils contribueront à accroître la productivité et la valeur de la firme. Dans le cas contraire, c'est-à-dire si les actionnaires confisquent une part excessive du surplus, les salariés refuseront de s'engager dans une relation qui risque de les rendre trop dépendants de

l'entreprise, sans contrepartie suffisante. Ou encore, ils choisiront d'aller valoriser leur compétence dans une autre firme, emportant avec eux des compétences et des savoir-faire difficilement remplaçables. Il existe en ce sens de nombreuses expériences d'entreprises qui se sont trouvées fortement dévalorisées par le départ d'un dirigeant ou d'une équipe d'ingénieurs disposant d'une position et de qualifications stratégiques. Sans doute l'entreprise économe en capital mais exigeante en capital humain ne constitue pas une généralité. Mais c'est elle évidemment qui intéresse l'avenir et c'est elle aussi qui a été au cœur des difficultés récentes de valorisation.

Ces considérations soulignent bien la relativité, pour ne pas dire la pauvreté, de la littérature traditionnelle sur la gouvernance d'entreprise. Elles devraient nous convaincre de passer moins de temps à dissenter sur le renforcement du pouvoir de l'actionnariat dispersé, et de nous attacher plutôt à étudier les méthodes visant à mieux contrôler et préserver le capital humain de l'entreprise¹². Car il existe bien sûr des répliques au risque de fuite des compétences. L'organisation de la firme peut chercher à accroître l'interdépendance entre les salariés, donc à minimiser l'incidence des individualités sur le résultat et la valeur de l'entreprise. Mais une stratégie complémentaire consiste à reconnaître le pouvoir (donc les droits de propriété) dont dispose le capital humain en le valorisant correctement, en l'associant aux décisions et aux résultats... C'est la seconde justification d'un modèle de stakeholders.

III – Deux propositions conclusives

En définitive, il nous semble que les transformations techniques, économiques et sociales qui affectent l'entreprise devraient renouveler profondément l'analyse et même la définition de la gouvernance. Et ce projet ne peut sûrement pas se ramener à un simple problème d'information financière, de déontologie comptable ou de composition des conseils d'administration. Même si des progrès en ces domaines gardent une certaine utilité, les défis que l'on vient d'évoquer (l'éclatement des frontières de l'entreprise et le déplacement des droits de propriété) appellent des réponses d'une autre ampleur.

Il n'existe pas en soi de système optimal de gouvernance. Les formes de contrôle de l'entreprise doivent s'accorder avec la structure productive, les comportements d'épargne et l'ensemble des contrats qui forment les relations entre agents économiques. De surcroît le choix d'un modèle de gouvernance ne s'inspire pas seulement de considérations économiques, il répond aussi à des préférences sociales. Pourtant les réflexions précédentes et la crise actuelle des systèmes de gouvernance permettent d'avancer deux types de propositions :

1 – Un modèle plus respectueux du long terme

L'insertion de l'entreprise dans des relations durables avec ses clients, fournisseurs ou partenaires au sein d'un réseau, suppose un système de financement respectueux du long terme. Pour nombre d'entreprises ou de secteurs d'activité, la dictature de la performance à court terme est sans doute contre-productive. Les vertus que l'on prêtait, il n'y a pas si longtemps au "capitalisme rhénan" relevaient précisément de cette idée. On stigmatisait à l'époque (c'est-à-dire dans les années 70-80) la myopie et la volatilité des marchés, et l'on montrait qu'en termes de croissance ou d'investissement les pays à financements intermédiés

¹² Cette idée est très bien présentée et développée par R. Rajan et L. Zingales dans "The Governance of the New-Enterprise" in "Corporate Governance" X. Vives (ed), Cambridge University Press, 2000 et dans "The Influence of the Financial Revolution on the Nature of Firms" *American Economic Review*, Mai 2001, pp. 206-211.

s'étaient mieux comportés. Depuis lors, il est apparu que des connivences trop étroites entre banques et entreprises, un actionnariat trop concentré et trop stable pouvaient être des facteurs d'immobilisme. De sorte que l'on dénigre aujourd'hui, sans le moindre état d'âme, ce que l'on présentait hier comme le modèle à suivre.

Ce renversement du discours est tout à fait excessif, car même si l'on considère que la nouvelle économie est une révolution profonde et durable, il n'est pas établi qu'elle ne s'accorde qu'avec un modèle à l'anglo-saxonne "orienté par les marchés". Plaider pour un retour de l'intermédiation peut apparaître comme paradoxal ou rétrograde. Pourtant l'essentiel de l'épargne est aujourd'hui intermédié et l'on parle d'intermédiation de marché à propos de l'épargne collectée par des institutions financières et investie en titres négociables. Ce qui montre qu'il existe des types bien différents d'intermédiaires financiers qui n'ont pas les mêmes critères de gestion et n'entretiennent pas les mêmes relations avec les entreprises. Et c'est sans doute dans cette perspective qu'il faut envisager la redéfinition d'un modèle de gouvernance : en orientant l'épargne et en contraignant le comportement des intermédiaires financiers, il doit être possible de concilier une allocation efficiente et le respect de relations stables avec les apporteurs de capitaux.

2 – Un système plus respectueux du capital humain

D'un point de vue éthique il peut être choquant de considérer que l'entreprise, et plus généralement le système économique, doivent être dirigés en fonction des seuls intérêts des actionnaires. Tandis que du point de vue de l'efficacité économique on a tenté de montrer qu'une telle conception était dangereuse, car elle fragilisait l'accès aux nouvelles ressources stratégiques. Le souci du long terme rejoint ici le respect de toutes les parties prenantes de la firme.

Cela étant, la mise en œuvre de ce principe ne concerne pas seulement les formes de gouvernance stricto sensu. Le respect des intérêts de certaines parties prenantes peut s'inscrire dans des contrats formels ou informels qui leur garantissent des échanges équitables sans les associer aux structures de gouvernance ou leur reconnaître des droits de propriété sur le surplus résiduel. C'est en ces termes qu'il faut envisager une bonne part des relations avec les fournisseurs et les clients.

La prise en compte des intérêts des salariés requiert par contre des solutions d'un autre ordre, car la valorisation du capital humain ne se résume pas à une affaire de rémunération ; c'est plus généralement une question de conditions de travail et de participation aux décisions. La logique plaide alors pour une représentation significative des salariés au conseil d'administration. Il est vrai que les systèmes de cogestion ont suscité bien des réserves. La critique usuelle que l'on adresse au modèle de stakeholders concerne sa difficulté à gérer en fonction d'objectifs contradictoires. Lorsque les attentes à l'égard de la firme se multiplient, il devient vite impossible de décider. Mais il serait naïf de penser que le fait de se ramener à la maximisation du profit ou de la valeur de la firme fait disparaître toute forme de conflit. Car ce critère peut faire l'objet d'interprétations très diverses et l'on a bien vu dans certaines affaires récentes qu'il pouvait exister des affrontements extrêmement vifs entre groupes d'actionnaires dont les appréciations et les intérêts étaient divergents. La participation des salariés complique sans doute le processus de décision, mais il enrichit aussi les solutions retenues.

L'Europe est sans doute le bon niveau pour tenter de mettre en œuvre ces orientations. Si elle veut être autre chose qu'un prétexte à (ou un accélérateur de) la globalisation, elle doit réfléchir à la construction d'un modèle spécifique qui s'accorde avec ses choix économiques et sociaux. Le laisser-faire en ce domaine conduirait au pire à l'incohérence, au mieux à l'alignement sur le modèle financier anglo-saxon et sur le système de valeurs qu'il véhicule.

A propos de quelques ouvrages sur la gouvernance des entreprises

(Revue Economique, mars 2004)

Les graves dysfonctionnements observés dans la gestion de certaines grandes firmes ainsi que les désordres boursiers qui les ont accompagnés ont suscité un foisonnement d'ouvrages, d'origines et de natures diverses sur la gouvernance d'entreprise. Pourtant, l'intérêt retrouvé pour ce sujet ne date pas de ces deux ou trois dernières années. Le renouveau de la littérature sur la gouvernance se situe plutôt au début des années 1990 : c'est à peu près à ce moment que l'on a commencé à contester les excès du pouvoir managérial et à vouloir le réguler au nom de l'intérêt des actionnaires. Ce qui montre qu'au-delà des circonstances et de l'effet de mode, le développement de la réflexion en ce domaine correspond à une tendance de fond touchant aux transformations du modèle dominant de la firme.

De fait, il semble que la valeur actionnariale soit devenue, depuis une quinzaine d'années, une référence essentielle dans la définition des stratégies et dans le pilotage des firmes. Et les causes de cette évolution ne font guère débat :

- d'un côté, les vagues de privatisation, les opérations de fusions et acquisitions, les restructurations industrielles et l'émergence du secteur des nouvelles technologies ont accru l'activité des marchés d'actions ainsi que la dépendance des firmes à leur égard. La globalisation financière a aussi étendu l'influence des marchés boursiers ;

- parallèlement, les évolutions démographiques ont orienté l'épargne des ménages vers les placements boursiers. De surcroît, cette réorientation s'est faite par l'intermédiaire de fonds d'investissement qui ont potentiellement renforcé le pouvoir de l'actionariat en le concentrant. Celui-ci est désormais en mesure de demander des comptes et de faire valoir ses objectifs auprès des dirigeants d'entreprise.

La gouvernance, objet de fausses accusations et de véritables illusions

De nombreux auteurs s'accordent sur ce constat et sur les conséquences qui en résultent pour les politiques des firmes. On les trouvera exprimés notamment dans les petits ouvrages publiés par L. Batsch, R. Perez et D. Plihon, qui en dépit de leurs préoccupations différentes, convergent largement sur ce point¹³. L. Batsch recense précisément les stratégies mises en œuvre par les grands groupes pour créer de la « valeur actionnariale » ou plus simplement pour accroître la rentabilité de leurs capitaux propres : recentrage sur un cœur de métier, réduction des capitaux engagés (par externalisation notamment), politique de levier... Mais l'auteur souligne qu'en dépit de toutes ces évolutions, l'objectif de rentabilité (les fameux 15 %) qui s'est imposé sur le marché était intenable, aussi bien au plan microéconomique (sauf à dégager une rentabilité économique exceptionnelle ou à prendre un risque financier très élevé) qu'au plan macroéconomique (il faut bien que certaines entreprises supportent les conséquences de l'allègement de capital décidé par d'autres). Dans un rapport de la fondation

¹³ Laurent Batsch, *Le capitalisme financier*, La Découverte, coll. « Repères », n° 356, 2002 ; Roland Perez, *La gouvernance de l'entreprise*, Paris, La Découverte, coll. « Repères », n° 358, 2003 ; Dominique Plihon, *Le nouveau capitalisme*, Paris La Découverte, coll. « Repères », n° 370, 2003.

Saint Simon, J. Peyrelevade avait également dénoncé cette norme des 15 %, imposée selon lui par les fonds de pension ; mais sans que l'on voit clairement le lien qu'il établissait entre cette condamnation et ses propositions sur la gouvernance, qui visaient essentiellement à limiter le pouvoir des dirigeants (notamment en séparant les fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration)¹⁴.

A l'évidence, les exigences plus ou moins explicites des actionnaires, telles qu'elles s'étaient inscrites dans les cours boursiers n'étaient pas tenables. Et ce sont bien ces objectifs irréalistes qui ont incité à des comportements extravagants puis à des manipulations comptables et à des malversations. C'est ce jeu entre les actionnaires ou leurs représentants et les entreprises, qui mérite d'être analysé et régulé. Mais, bizarrement, les écrits et les projets de réformes qui ont cherché à tirer les leçons de la crise boursière récente ont plutôt incriminé la gouvernance des firmes. Ils ont considéré que le dysfonctionnement provenait d'une perte de contrôle des dirigeants par les actionnaires et qu'il fallait trouver les moyens de rétablir ou de renforcer ce contrôle. Ce qui évite de s'interroger sur les fondements du modèle d'entreprise et sur la responsabilité des marchés financiers.

C'est par exemple le point de vue retenu dans l'ouvrage de O. Pastré et M. Vigier qui est à la fois bien documenté et très imaginaire mais qui reste prisonnier d'un diagnostic discutable : les errements du capitalisme seraient dus aux dysfonctionnements des mécanismes de gouvernance¹⁵. Or ce parti pris est assez étrange. D'abord, parce que, pour une part, ce que l'on doit reprocher aux dirigeants dans les crises récentes c'est d'avoir voulu trop en donner aux actionnaires et d'avoir succombé à la dictature des marchés financiers. Pour une autre part, c'est d'avoir poursuivi des stratégies dont les déficiences ont été détectées trop tardivement aussi bien par les administrateurs que par le marché (c'est-à-dire les investisseurs individuels ou institutionnels, les analystes ...). Dans tous les cas, cela a peu de chose à voir avec un conflit d'intérêts entre actionnaires et dirigeants : on ne peut pas dire que ceux-ci ont négligé les critères de rentabilité financière mais, au contraire, qu'ils les ont suivis (et manipulés) de façon trop étroite. Sans compter que les falsifications comptables ne sont pas réellement une question de gouvernance au sens strict : se donner les moyens de surveiller les managers est toujours souhaitable, mais vouloir les contrôler en fonction des seuls intérêts des actionnaires est discutable. En définitive les actionnaires ont été trompés par l'inefficacité des marchés financiers (en particulier par leur court-termisme) plutôt que par la duplicité des managers. Si l'on souhaite éviter le renouvellement des extravagances observées dans le passé récent, c'est sur le fonctionnement de ces marchés qu'il faut s'interroger ; et c'est le comportement des investisseurs institutionnels qu'il faut incriminer plutôt que les mécanismes de gouvernance.

¹⁴ Jean Peyrelevade, *Le gouvernement d'entreprise ou les fondements incertains d'un nouveau pouvoir*, Paris, Economica, 1999.

On trouve également un diagnostic et une analyse du même ordre dans le rapport du Commissariat Général du Plan, intitulé *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, Paris, La Documentation française, 2002.

Dans un ouvrage plus « grand public », Jean-Paul Betbèze montre lui aussi comment s'ordonnent les stratégies, le management et le contrôle des firmes autour de l'objectif des 15 %, *Les 10 commandements de la finance*, Paris, Odile Jacob, 2003.

¹⁵ Olivier Pastré et Michel Vigier, *Le capitalisme déboussolé*, Paris, La Découverte, 2003.

D'autre part, il est sans doute peu utile de continuer à rechercher des solutions au fameux problème d'agence qui sous-tend toute la littérature sur la gouvernance. Dans une contribution, publiée dans un recueil dirigé par X. Vives, F. Allen et D. Gale montrent l'effet ambigu de tous les mécanismes incitatifs qui ont été proposés pour y répondre¹⁶. Par exemple, l'attribution de primes ou d'actions de la société aux dirigeants est censée aligner leur intérêt sur ceux des actionnaires, mais dans la mesure où leur responsabilité est limitée (leur fonction de gain est convexe), cela peut les inciter à prendre des risques excessifs ; le raisonnement s'applique naturellement aux stock-options. De même, il est bien connu que le contrôle par les OPA est soumis à un sévère problème de « passager clandestin » : si l'offre est économiquement fondée (l'OPA peut accroître la valorisation de l'entreprise attaquée), les actionnaires n'ont pas intérêt à vendre les titres. À cela il faut ajouter l'ensemble des stratégies de dissuasion capables de neutraliser les OPA hostiles. Enfin, la concentration du capital, si elle favorise l'incitation au contrôle, est susceptible de créer des connivences (notamment dans le cadre de participations croisées) qui conduisent à l'immobilisme ; lorsque ce sont des institutions financières qui détiennent ces participations majoritaires se pose la question classique du "contrôle du contrôleur". En fait, les dirigeants ont toujours plus ou moins la possibilité de manipuler les règles du jeu et ainsi de s'affranchir de leur dépendance vis à vis des actionnaires. Il est donc vain de rechercher des formes optimales qui régleraient définitivement le problème d'agence.

C'est d'ailleurs une des conclusions qui se dégage de l'ensemble des contributions réunies par F. Barca et M. Becht dans un ouvrage comparant les systèmes de propriété et de contrôle dans une dizaine de pays principalement européens¹⁷. Les statistiques confirment l'opposition, entre les économies dont les entreprises ont un actionnariat dispersé (le Royaume-Uni et les Etats-Unis) et celles où les droits de contrôle sont au contraire concentrés entre les mains d'actionnaires dominants (par le fait d'un pouvoir familial, de participations croisées, ou de fondations). Mais, dans l'un et l'autre, cas les études révèlent que les dirigeants ont toujours la capacité de protéger leur situation et leur pouvoir de décision, par des dispositifs anti-OPA, des restrictions sur les droits de vote, des émissions d'actions sans droits de vote...

Dans le même ordre d'idées, un volumineux survey de M. Becht, P. Bolton et A. Röell, paru récemment, montre qu'il n'existe pas de preuve convaincante d'une influence des formes de gouvernance sur les performances des entreprises¹⁸. Nous ne disposons pas de résultats concordants concernant l'effet de la taille ou de la composition des conseils d'administration ; rien ne prouve que la présence d'administrateurs indépendants (pour autant que l'on sache les définir) améliore l'efficacité de la gestion. Il n'est pas non plus établi que l'activisme actionnarial, l'importance de la dette (censée réduire les *cash flows* discrétionnaires) ou des OPA hostiles (dont le nombre s'est d'ailleurs réduit) exercent une incidence significative sur la rentabilité des entreprises. F. Allen et D. Gale soulignent qu'en dépit des profondes différences dans leurs systèmes de gouvernance, tous les pays industrialisés disposent de grands groupes compétitifs au niveau international. Et, dans certains secteurs de l'économie des entreprises non marchandes sont également capables d'excellentes performances. C'est

¹⁶ Franklin Allen et Douglas Gale, « Corporate Governance and Competition », dans *Corporate Governance : Theoretical and Empirical Perspectives*, Xavier Vives (ed), Cambridge University Press, 2000.

Une partie de leur argumentation se retrouve dans le chapitre qu'ils consacrent à la gouvernance dans leur ouvrage, *Comparing Financial Systems*, The MIT Press, 2000.

¹⁷ Fabrizio Barca et Marco Becht (ed), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, 2001.

¹⁸ Marco Becht, Patrick Bolton et Ailsa Röell, *Corporate Governance and Control*, Georges Constantinides, Milton Harris et Renée Stulz (eds), dans *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 1A, Elsevier, 2003.

donc qu'il existe d'autres mécanismes capables de discipliner les firmes et de les inciter à prendre des décisions efficaces. F. Allen et D. Gale suggèrent que c'est la concurrence qui joue ce rôle de réduction du surplus discrétionnaire (le *managerial slack*) et de sélection des firmes les mieux gérées. En définitive, la concurrence peut remplacer avantageusement les mécanismes de gouvernance dont on exagère l'importance. Du moins si l'on se place du point de vue de l'efficacité économique et non du seul intérêt des actionnaires.

Plus généralement, M. Hellwig explique que les travaux cherchant à apprécier l'impact des systèmes nationaux de régulation et de gouvernance sur les performances des firmes sont victimes d'un biais de simultanéité¹⁹. Il n'est pas acceptable de considérer que les institutions et les instruments de contrôle sont exogènes. En réalité, ils se construisent à l'occasion d'un marchandage entre tous les acteurs concernés par la résolution du problème (dirigeants, actionnaires, institutions financières, salariés...). Tout modèle de gouvernance est donc le produit d'un contexte politique, social, juridique, économique. C'est-à-dire qu'il est en interaction avec d'autres institutions ce qui exclut la formulation de causalités simplistes. Et ce qui nécessite d'élargir la définition de la gouvernance : la performance d'une firme ou d'une économie ne peut pas se résumer à la façon dont s'exerce le contrôle sur les dirigeants. Il est évident que le problème est plus largement de savoir comment (avec quelle efficacité) la firme ou l'économie mobilise et oriente l'ensemble de ses ressources productives. Or rien ne démontre que la maximisation de la valeur actionnariale constitue la solution de ce problème.

Pourquoi la maximisation de la valeur actionnariale ?

De fait la littérature sur la gouvernance de l'entreprise s'est focalisée presque exclusivement sur la relation dirigeants-actionnaires. Comme si les problèmes d'asymétrie d'information dans l'entreprise ne se posaient qu'à ce niveau et comme si la création de valeur ne dépendait que du respect des intérêts des actionnaires. Et, dans la mesure où de telles suppositions sont évidemment intenable, qu'est ce qui peut bien justifier cette orientation très particulière ?

En un sens, il suffit de répondre que, juridiquement, les sociétés sont la propriété de leurs actionnaires, ce qui donne à ceux-ci le pouvoir de disposer comme ils l'entendent des actifs de l'entreprise. Et, dans la jurisprudence anglo-saxonne il est bien clair que les dirigeants n'ont de responsabilité que vis à vis des actionnaires. Mais cette réponse suscite alors une autre question plus large ou plus fondamentale : pourquoi les détenteurs du capital, au-delà de leur apport, sont-ils investis du pouvoir de décision stratégique (non seulement de l'allocation des actifs, mais du positionnement de l'entreprise sur le marché de son organisation ...) ? Pourquoi ce sont les détenteurs du capital qui achètent les services des salariés et décident de l'organisation du travail plutôt que l'inverse (les salariés louant le capital pour en disposer selon leurs objectifs) ?

La réponse ne peut être ici de nature juridique, elle ne se conçoit qu'au regard de l'efficacité économique. C'est au nom de l'utilité collective que la théorie dominante justifie le pouvoir conféré au capital et la maximisation de la valeur actionnariale. Comme il est d'usage dans la théorie économique libérale, on cherche à démontrer que, derrière l'intérêt particulier,

¹⁹ Martin Hellwig, « On the Economics and Politics of Corporate Finance and Corporate Control », dans X. Vives (ed), *Corporate Governance...*, *op. cit.*

se dissimule l'intérêt général : la situation de l'ensemble des acteurs de la firme se trouvera mieux assurée si l'on oriente les décisions en fonction de l'intérêt des apporteurs de capitaux. L'objectif de la valeur actionnariale est donc l'instrument d'optimisation de l'efficacité économique d'ensemble.

Ces questions essentielles sont trop souvent passées sous silence. On les trouvera évoquées dans un recueil de contributions dirigé par M. Blair et M. Roe²⁰. Le premier article de l'ouvrage rédigé par G. Dow et L. Putterman passe en revue les raisons qui justifient le pouvoir conféré aux apporteurs de capitaux dans la direction de l'entreprise²¹. Certaines de ces explications ne sont guère crédibles. Il en est ainsi de l'hypothèse d'A. Alchian et H. Demsetz avançant que le management du travail en équipe doit nécessairement faire appel à un acteur extérieur : il n'y a aucune raison pour que cet acteur soit l'apporteur du capital. De même, est assez peu convaincante l'idée selon laquelle la richesse limitée des salariés rend ceux-ci incapables de lever les fonds nécessaires à l'achat du capital : on peut sans doute imaginer diverses formes de contrat conférant au travail la propriété et la disposition du surplus résiduel. D'ailleurs, les rachats par les salariés d'entreprises en faillite sont assez fréquents ; logiquement, il devrait donc être possible de lever les capitaux nécessaires au rachat ou à la constitution de firmes en bonne santé. Plus intéressante, en revanche, est l'idée selon laquelle les actionnaires joueraient le rôle d'assureurs pour les salariés : ils accepteraient de garantir à ces derniers un revenu fixe en contrepartie de l'appropriation du surplus résiduel. Il est compréhensible que les salariés aient une plus forte aversion pour le risque dans la mesure où le capital humain n'est pas diversifiable à la différence du capital financier. Toutefois, l'histoire ne dit pas pourquoi les assureurs (en l'occurrence les actionnaires) devraient détenir la totalité du pouvoir de décision. De surcroît, en situation d'asymétrie d'information (l'effort des salariés n'étant pas directement mesurable), l'optimum consiste à laisser aux salariés une partie du risque, donc du profit résiduel.

En définitive, la meilleure justification de l'objectif de valeur actionnariale se trouve dans le principe d'incitation aux investissements spécifiques. Ou du moins c'est ce principe qui semble le plus souvent évoqué lorsque sont explicités (ce qui n'est pas si fréquent) les fondements de la gouvernance. On peut le résumer en trois propositions qui s'enchaînent.

- Il n'est pas possible d'écrire tous les droits et les devoirs des diverses parties prenantes de l'entreprise dans l'ensemble des configurations (de marchés, de conjoncture, d'environnement ...) imaginables dans le futur. L'incomplétude des contrats suppose donc l'existence d'un surplus résiduel (ce qui reste lorsque les obligations formelles de l'entreprise ont été remplies). Il faut donc que ce surplus résiduel soit pris en charge, avec les risques qu'il comporte, par un ou plusieurs acteurs ou groupes d'acteurs de la firme. De surcroît, il faut confier à l'un ou plusieurs d'entre eux le soin de prendre les décisions qui ne peuvent être prédéfinies et qui ne peuvent faire l'objet d'engagements contractuels.

- Ces droits doivent être conférés à celui ou à ceux des acteurs qui disposent de la plus forte incitation à maximiser la valeur de la firme ou du surplus résiduel, donc l'efficacité.

²⁰ Margaret Blair et Mark Roe (eds), *Employees and Corporate Governance*, The Brookings Institution, 1999.

²¹ Gregory Dow et Louis Putterman, « Why Capital (Usually) Hires Labor : An Assessment of Proposed Explanations » dans M. Blair et M. Roe (eds), *op. cit.*

Logiquement, cela implique de donner ces droits à l'acteur (ou aux acteurs) dont le pouvoir de négociation est le plus fragile, car cet avantage compense la faiblesse de sa (ou de leur) position. Il est clair que les parties prenantes, dont la situation est suffisamment garantie par contrat, ont peu d'incitations à maximiser la valeur de la firme. Au contraire, les acteurs qui ont le plus à gagner à la poursuite de cet objectif sont ceux dont la position dans le jeu est la moins assurée.

- Or, ce sont les apporteurs de capitaux qui seraient, selon la thèse traditionnelle, dans le rapport de force le plus défavorable. En effet, les droits et les devoirs des autres parties prenantes de l'entreprise, qu'il s'agisse des salariés, des clients, des fournisseurs ... sont clairement définis par des contrats et ceux-ci peuvent aisément interrompre leur "investissement" au sein de l'entreprise. À l'inverse, le capital financier se transforme en équipements spécifiques qui impliquent des coûts de désengagement élevés, ceci d'autant plus que l'équipement en question est plus spécialisé : il n'existe pas de marché d'occasion pour des investissements spécifiques conçus pour une entreprise particulière. Dans ces conditions, les apporteurs de capitaux ne disposent plus de pouvoir de négociation, une fois leur investissement effectué. Pour qu'ils acceptent de financer l'entreprise, pour qu'ils permettent à ces financements de se matérialiser dans des équipements peu liquides, parce que spécifiques, il faut par conséquent leur attribuer des droits de contrôle sur l'entreprise, avec pour conséquence le droit de s'approprier le surplus créé.

Le raisonnement est séduisant, mais à la réflexion il paraît aussi bien fragile. Car il n'est pas vrai que toutes les parties prenantes de l'entreprise, à l'exception des apporteurs de capitaux, ont la possibilité de contractualiser leurs relations avec la firme. Ni les salariés, ni les clients, ni les fournisseurs ne peuvent négocier et formaliser complètement les conditions de leur collaboration. Parce qu'une partie de ces conditions relève de l'implicite, de la réputation, de l'habitude... Et, fatalement, les divers acteurs sont tenus de prendre en charge une partie du risque, donc du surplus résiduel, de la firme. Ne serait-ce que lorsque celle-ci est incapable de tenir ses engagements. Par conséquent, les autres parties prenantes n'ont pas la possibilité de se protéger par contrat des décisions prises par les apporteurs de capitaux (disons les actionnaires). Notamment lorsque ceux-ci développent des stratégies d'investissement excessivement risquées, capables de mettre en cause la pérennité de la firme.

Il n'est pas vrai non plus que les salariés, les clients ou les fournisseurs peuvent interrompre leur relation avec l'entreprise sans supporter de coût. En fait, l'investissement de chaque partie prenante dans la création de valeur a quelque chose de spécifique, c'est-à-dire qui n'est pas transposable à l'extérieur de la firme. C'est en ce sens que l'on parle de capital humain spécifique pour définir le type de qualification, de compétence ou de savoir-faire qui n'a de valeur qu'à l'intérieur d'une firme particulière. La contribution des salariés, leur investissement dans l'entreprise sont tout aussi fragiles, susceptibles d'expropriation, que l'apport des actionnaires. Et, comme le remarque M. Blair, il est curieux que la théorie du capital humain et celle de la gouvernance se soient développées indépendamment sans jamais chercher à croiser leurs résultats²².

On peut ajouter que l'investissement que réalise un fournisseur, lorsqu'il collabore avec une firme cliente, est également perdu lorsque la relation commerciale est rompue. On sait que les positions de sous-traitance affectent le pouvoir de négociation. Ici encore, le risque

²² M. Blair « Firm-Specific Human Capital and Theories of the Firm » dans M. Blair et M. Roe (eds), *Employees and Corporate Governance*, *op. cit.*

d'expropriation ne concerne pas seulement les apporteurs de capitaux. Dans ces conditions, on peut considérer que toutes les parties prenantes de l'entreprise refuseront de se spécialiser si elles ne disposent pas de droits de contrôle sous une forme ou sous une autre. Elles refuseront d'aller au-delà d'un engagement minimal si elles sont exclues du partage du surplus résiduel. Ce point est important dans une économie où la montée de l'immatériel fait dépendre plus largement la création de valeur de l'utilisation de compétences particulières, qu'il s'agisse de capacités d'innovations ou de qualités managériales. Si les salariés à haute qualification se voient exclus de l'allocation des droits de propriété ils refuseront de s'engager dans une solution qui risque de les rendre trop dépendants. Ou ils choisiront d'aller valoriser leur compétence dans une autre firme, emportant avec eux des connaissances et des savoir-faire difficilement remplaçables.

On touche d'ailleurs ici à des questions profondes et toujours en débat sur la nature de la firme. Car ce qui se dégage de ces réflexions, c'est que l'entreprise est un lieu de coopération, de mise en commun d'apports complémentaires. Les contributions des uns se valorisent en fonction de l'investissement spécifique des autres. L'entreprise n'est donc pas seulement un "nœud de contrats" parce que l'apport des uns et des autres ne peut être défini ni *a priori* (dans le cadre de contrats formels), ni *a posteriori* (au stade de l'évaluation). La valeur de la firme est supérieure à la somme des mesures marchandes des contributions individuelles du fait de ces synergies. Dans ces conditions, une des parties prenantes ne peut être considérée comme seule propriétaire de cette entité dont la valeur résulte de ces interdépendances. Il est donc économiquement faux (parce que contestable du point de vue de l'efficacité ou de l'utilité collective) de faire des apporteurs de capitaux les seuls propriétaires de l'entreprise. Celle-ci a une responsabilité vis à vis de l'ensemble de ses parties prenantes et il est donc inefficace de ramener son objectif à la seule maximisation de sa valeur actionnariale. Cela ne remet pas en cause le principe hiérarchique qui sous-tend l'existence de la firme : font l'objet de débats les intérêts au nom desquels elle agit.

Dans un ouvrage un peu plus ancien, M. Blair avait excellemment posé le problème, en suggérant que, dans les entreprises l'investissement en capital humain spécifique est élevé, l'objectif devrait être celui de la maximisation du "potentiel de création de richesse" (c'est-à-dire l'apport des différents acteurs de la firme)²³. Elle en déduisait un certain nombre de conséquences sur les formes de gouvernance (l'association des salariés aux décisions) et sur les conditions de rémunération (le versement d'une partie du salaire en actions).

Ce point de vue n'a rien d'académique. Dans une contribution très stimulante (dans le recueil dirigé par X. Vives), R. Rajan et L. Zingales citent plusieurs exemples d'entreprises qui ont été vidées de leur substance par le départ de leurs principaux dirigeants²⁴. Dans un monde où le capital humain devient la ressource stratégique, tandis que le capital financier est plus facile à lever, les actionnaires ne disposent plus des instruments du pouvoir. De sorte que la maximisation de la valeur actionnariale peut se révéler contre-productive. La solution optimale est plutôt à rechercher dans un partage des droits de propriété et du surplus résiduel entre l'ensemble des parties prenantes en fonction du rôle que l'on souhaite leur voir jouer. L'idée générale consiste à donner à une coalition d'acteurs les incitations nécessaires pour qu'elle se saisisse des opportunités de croissance de la productivité. C'est dire que la définition de la gouvernance ne se limite pas à un problème de délégation de pouvoir des actionnaires aux dirigeants. Cela concerne plus généralement l'ensemble des méthodes qui permettent à la

²³ Margaret Blair, *Ownership and Control : Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century*, Brookings Institution, 1995.

²⁴ Raghuram Rajan et Luigi Zingales, *The Governance of the New Enterprise*, dans X. Vives (ed.), *op. cit.*

firme de mobiliser ses différents acteurs dans l'objectif d'une plus grande efficacité, d'une maximisation du surplus créé. R. Rajan et L. Zingales en concluent qu'il serait préférable de passer moins de temps à dissenter sur le renforcement des droits de l'actionnariat dispersé et de s'interroger plus sérieusement sur les mécanismes visant à mieux mobiliser le capital humain.

Si l'on suit ce raisonnement, on trouvera très étrange que s'impose l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale au moment même où celui-ci apparaît moins pertinent, du fait de l'entrée dans une économie de la connaissance.

Quelles formes de gouvernance pour la mobilisation des autres "parties prenantes" ?

Le problème consiste donc à donner aux différentes parties prenantes (les *stakeholders*) les incitations nécessaires pour qu'elles acceptent de réaliser les investissements spécifiques nécessaires à l'accroissement de l'efficacité. Or, l'affaire est compliquée dans la mesure où il n'est pas possible de contractualiser les revenus à attendre de ces investissements. Parce que la valeur ajoutée des contributions de chacun est difficile à mesurer et à contrôler. Mais aussi parce que les engagements que la firme est capable de prendre sont relativement limités : qu'advient-il des investissements réalisés par les salariés si l'entreprise est amenée à les licencier ? Et comment assurer aux salariés que leur investissement ne sera pas demain une source d'expropriation ou d'exploitation (leur mobilité ainsi réduite fragilisant leur position) ? On peut apporter à ces deux questions deux grands types de réponse.

- D'une part, il est possible de construire à base de coutumes, de normes ou de règles une organisation qui non seulement protège les salariés mais aussi leur offre des perspectives de carrière. C'est-à-dire qui assure à terme la rentabilité de l'investissement effectué. On citera : la garantie de l'emploi, la prise en compte de l'ancienneté pour les promotions, la reconnaissance de la formation continue...

On évoque généralement le cas du Japon pour illustrer cette dimension possible de la gouvernance. La politique d'emploi à vie constitue à la fois une incitation et une contrainte pour les salariés aussi bien que pour les grandes entreprises qui la pratiquent. Une contribution originale de R. Gilson et M. Roe explique que cette disposition n'a pas été introduite de façon coopérative²⁵. Elle aurait été mise en place après la seconde guerre mondiale à un moment où les relations sociales étaient très conflictuelles et dans le but d'affaiblir le pouvoir syndical. Cet engagement a obligé les entreprises à mettre en place une organisation du travail donnant une place privilégiée au marché interne. Mais, en même temps, le rétrécissement du marché externe a limité la mobilité des salariés, ce qui a contribué à préserver l'investissement spécifique des firmes aussi bien que des salariés.

Cette forme de gestion du capital humain ne fait pas strictement partie des mécanismes de gouvernance. Du moins, elle se situe hors du champ de ce que l'on entend traditionnellement par gouvernance. Pourtant, c'est bien de préservation et de création de valeur dont on parle ici aussi. Et la participation des salariés aux décisions routinières à travers les cercles de qualité et autres formes d'auto-organisation ou aux organes de décision (les dirigeants étant choisis parmi les salariés ayant fait carrière dans l'entreprise) contribuent fatalement à l'élaboration des choix stratégiques. Il est donc un moment où les formes de gestion des ressources humaines et les mécanismes de gouvernance s'interpénètrent.

²⁵ Ronald Gilson et Mark Roe, « The Political Economy of Japanese Lifetime Employment », dans M. Blair et M. Roe (eds), *Employees and Corporate Governance*, *op. cit.*

- L'autre type de réponse consiste à associer directement les salariés aux organes de décision et de contrôle, en leur donnant une représentation dans les conseils de direction ou simplement en en faisant des actionnaires.

L'actionnariat salarié, qui est une particularité française, fait souvent l'objet d'appréciations incantatoires. Mais il est aujourd'hui bien difficile d'en saisir la portée. Il est encore trop peu développé pour exercer une réelle influence sur les décisions des firmes concernées ou simplement sur le déroulement des assemblées générales. D'ailleurs, peut-on attendre des salariés qu'ils investissent à la fois leur travail et une partie de leur capital dans une même entreprise ? Au demeurant, on ne sait pas dire quel sera le comportement des actionnaires salariés le jour où ils détiendront une participation suffisante pour peser sur les orientations : leur intéressement aux performances financières modifiera-t-elle leur relation à la firme ?

Le système allemand est, quant à lui, représentatif de l'autre solution, c'est-à-dire l'intervention directe au conseil de surveillance. La cogestion va de pair avec une forte concentration du capital et plus encore des droits de vote, du fait de larges blocs de contrôle et de la présence des banques. La question se pose alors de savoir s'il existe une interdépendance, voire une causalité, entre ces deux caractéristiques (cogestion et concentration du capital). M. Roe répond que le faible développement des marchés financiers en Allemagne est en effet le résultat du trop faible pouvoir dont disposent les actionnaires²⁶. Leur représentation insuffisante aux organes de contrôle et de décision rend, selon lui, nécessaire la concentration du capital afin d'équilibrer le rapport de forces. Dès lors, on ne peut rien attendre de mesures ponctuelles (on pense, en particulier, aux mesures fiscales prises récemment afin de casser les participations croisées) visant à faciliter l'accès des entreprises aux marchés financiers ; et il est probable que si l'Allemagne est restée en retrait par rapport au mouvement de libéralisation financière, c'est sous la pression des détenteurs de blocs de contrôle qui ont refusé cette ouverture qui aurait fragilisé leur position. En extrapolant, on pourrait dire que l'incapacité du capitalisme allemand à se reformer et à se redéployer serait le produit de la cogestion...

Quoiqu'il en soit, les critiques envers la prise en compte de l'intérêt des salariés dans la gouvernance de l'entreprise (le modèle de *stakeholders*) ne manquent pas. Le plus souvent, on fait valoir que la confusion des objectifs peut nuire à la rigueur de la gestion et accroître exagérément la liberté des dirigeants. Si les critères ne sont pas suffisamment clairs, les managers pourront toujours justifier n'importe quelle décision et en profiter pour optimiser leur position personnelle. J. Peyrelevade voit dans la distinction entre intérêt des actionnaires et intérêt social de l'entreprise (qui est une des particularités affichée de la gouvernance à la française) un prétexte pour détourner le management de la maximisation de la valeur actionnariale et pour distendre les moyens de contrôle²⁷. O. Pastré et M. Vigier donnent l'impression d'hésiter : ils reconnaissent le droit pour les salariés d'intervenir dans certaines instances du gouvernement d'entreprise (certains comités associés au conseil d'administration) mais, un peu plus loin, ils considèrent que la participation directe au management est lourde

²⁶ Mark Roe « Codetermination and German Securities Market », dans M. Blair et M. Roe (ed), *Employees and Corporate Governance*, op. cit.

²⁷ Toutefois, il s'interroge à la fin du rapport sur les extravagances des marchés financiers (de la dictature des fonds de pension) et sur les risques qu'ils font courir aux entreprises, aux épargnants, à l'économie... Il se demande alors, de façon contradictoire avec ce qu'il a précédemment affirmé, s'il n'y a pas là une source de distinction possible entre intérêt social et intérêt des actionnaires.

de conflits potentiels et ils parlent de « mélange des genres ». Or, notre propos vise précisément à dire tout le contraire : les décisions stratégiques ne peuvent se prendre indépendamment de la considération de l'intérêt de toutes les parties prenantes. Qu'y a-t-il d'extraordinaire à demander aux dirigeants de négocier les compromis nécessaires pour mobiliser l'ensemble des participants en faveur d'un projet dans lequel les uns et les autres devraient trouver un intérêt ? Il est pour le moins banal de considérer que la mission du management consiste à trouver les moyens de faire coopérer des acteurs dont les apports sont également nécessaires. Ramener cet exercice à la maximisation d'un objectif unique est une caricature. Ou du moins cela ne se conçoit que sous l'hypothèse très restrictive de contrats complets entre la firme et les salariés.

Soulignons encore que la solution recherchée est censée optimiser les intérêts des différents acteurs. Même si ces intérêts sont contradictoires dans l'immédiat, l'objectif d'une bonne gouvernance est de les concilier à terme. De sorte que les entreprises les plus performantes doivent assurer tout à la fois une rentabilité satisfaisante des capitaux investis et une rémunération élevée des contributions des autres parties prenantes. Dès lors, on peut être tenté d'en déduire que la maximisation de la valeur actionnariale est la meilleure façon d'optimiser la situation de toutes les parties prenantes : la poursuite de cet objectif permettrait de tendre vers une efficience conforme à l'intérêt général. Malheureusement, une telle idée est tout à fait vide de sens, car le problème n'est pas de savoir si les intérêts des divers acteurs peuvent s'accorder à plus ou moins long terme. Tout laisse penser qu'il existe un équilibre coopératif profitable à tous. Mais la vraie question est de savoir comment on y parvient et dans quelle mesure la maximisation de la valeur actionnariale est le critère qui doit être retenu pour l'atteindre. Est-ce là l'objectif qui doit, à l'exclusion de tous les autres (ou même de préférence aux autres), orienter les décisions courantes de la firme ? Ce point mérite précisément d'être soulevé et discuté. Car rien ne démontre que le fait de se laisser guider par l'indicateur de la valorisation boursière permet de converger à terme vers cet équilibre favorable à toutes les parties prenantes. L'expérience récente prouve, au contraire, que la focalisation sur la performance financière a engendré, dans un certain nombre de cas, des destructions de valeur qui ont mis en péril la pérennité de l'entreprise. En fait, ce qui était en cause dans ce genre de situations, c'était moins la nature du critère utilisé (encore que les objectifs fixés étaient globalement aberrants) que la détermination de son horizon. Mais cela prouve au moins que la maximisation de la valeur actionnariale ne peut être un objectif de court terme viable. L'entreprise se doit de s'affranchir des signaux des marchés financiers et se projeter dans le plus long terme. Pour cela, elle doit se doter d'autres objectifs et utiliser d'autres indicateurs, et c'est bien là que se situe le débat.

On retrouve alors le principe de maximisation du « potentiel de création de richesse » suggéré par M. Blair. Il n'y a aucune raison de ne pas prendre en compte l'effet des décisions stratégiques sur la création de valeur qui peut être appropriée par les salariés, les fournisseurs... Ce qui suppose que l'on soit en mesure de calculer la rentabilité des investissements en capital humain ou des changements organisationnels. Et de les comparer aux investissements en capital physique.

C'est dans cette perspective qu'il faut juger des initiatives de notation sociale ou d'investissement socialement responsable. Si elles n'ont qu'une ambition éthique, contraire à la recherche de la rentabilité, leur portée sera fatalement limitée. Leur succès est en revanche plus probable s'il peut être établi que les critères utilisés sont en l'occurrence favorables à une

croissance plus soutenue sur le moyen-long terme, dont toutes les parties prenantes pourrait bénéficier²⁸.

Existe-t-il un modèle optimal de gouvernance ?

Ce plaidoyer pour une conception plus large de la gouvernance ne doit pas cependant laisser croire qu'il existe dans l'absolu un modèle d'entreprise optimal. Une partie des réflexions qui précèdent suggère au contraire que la recherche de l'efficacité ne s'accorde pas avec un système unique de gouvernance. D'abord, parce que certains systèmes sont mieux adaptés à certains types d'activité. Nous avons d'ailleurs suggéré que la place donnée aux salariés dépend du caractère stratégique de leur apport. Dans l'entreprise traditionnelle, les ressources humaines sont étroitement liées aux équipements, car la forme prise par le capital détermine les conditions d'utilisation de la main d'œuvre, la productivité, la structure des qualifications... Dans le cas extrême de l'entreprise taylorienne, ce sont les caractéristiques des actifs physiques qui définissent l'organisation du travail. Les salariés sont aisément interchangeables à leur poste de travail, ce qui revient à dire que leur capital humain est peu spécifique.

En revanche, les entreprises qui requièrent une qualification élevée (donc l'accumulation d'un capital spécifique important de la part de leurs salariés) doivent bénéficier de sources de financement plus stables pour mieux se projeter à un horizon lointain. Cela suppose un capital plus concentré, des relations de long terme avec les institutions financières, ainsi qu'une implication des salariés dans les mécanismes de gouvernance. W. Carlin et C. Mayer nuancent ou plutôt enrichissent ce point de vue²⁹. Ils tentent d'apprécier, par un travail économétrique, si les industries à technologie avancée connaissent une croissance plus forte, dans les pays où la structure de propriété est plus concentrée. Les résultats révèlent une relation assez claire entre la forme des systèmes de financement et de gouvernance et les types d'activités économiques. Les secteurs faisant appel à des qualifications élevées et à des technologies maîtrisées bénéficient de la concentration du capital et de procédures comptables de qualité. Tandis que les secteurs innovants, dans lesquels la Recherche-Développement est importante (donc la technologie plus incertaine), sont plus dépendants d'un financement par actions et s'accommodent mieux d'une structure de capital dispersé. En l'occurrence, l'incertitude technologique impose des contraintes de budget plus strictes qui conduisent à des réallocations plus rapides des capitaux lorsque les résultats ne sont pas assez vite concluants. Ces résultats comme leurs interprétations sont naturellement discutables : on peut faire valoir que le développement des nouvelles technologies a souvent été financé par des sociétés de capital risque, c'est-à-dire par des sortes d'intermédiaires financiers plutôt que par les marchés. De surcroît, le processus d'innovation ne prend pas les mêmes formes selon les secteurs : son horizon n'est pas le même dans les technologies de la communication et dans les biotechnologies. Mais ces investigations sont une bonne illustration des liens possibles entre les formes de gouvernance et les caractéristiques des entreprises auxquelles elles s'appliquent.

Il faut se garder toutefois d'exagérer le déterminisme technologique. Car la structure optimale de financement et l'étendue des droits conférés aux apporteurs de capitaux dépendent aussi du contenu des contrats de toute nature qui lient l'entreprise à ses parties prenantes. Or ces contrats sont eux-mêmes fonction d'une multitude de facteurs qui structurent l'organisation sociale : le système juridique, les conventions, les pouvoirs des groupes de

²⁸ Cette question est traitée dans le dernier chapitre du petit ouvrage déjà cité de Roland Perez.

²⁹ Wendy Carlin et Colin Mayer, « How Do Financial Systems Affect Economic Performance ? » dans X. Vives (ed.), *Corporate Governance ...*, *op. cit.*

pression, le fonctionnement des marchés... De nombreux travaux ont d'ailleurs montré qu'une même technologie pouvait être mise en œuvre dans des organisations très différentes. Les déterminants des formes optimales de gouvernance relèvent ainsi de multiples dimensions.

- Par exemple, le type de garanties offertes aux apporteurs de capitaux conditionne la structure de financement. Des contrats de dettes trop imparfaits rendent préférables ou nécessaires le recours aux fonds propres et donc à une allocation des droits de propriété plus favorable au capital financier. Mais il faut souligner que la qualité des contrats de crédit n'est pas simplement fonction du cadre juridique, elle est aussi dépendante de la forme des relations établies entre les entreprises et les intermédiaires financiers. Or la richesse de ces liens s'enracine dans leur permanence ce qui renvoie, entre autres, à la structure concurrentielle du marché bancaire : une concurrence excessive (entre banques et entre banques et marchés) empêche l'instauration de relations de long terme et fragilise les contrats.

- On a vu également que le niveau de concurrence auquel l'entreprise est soumise sur les marchés de ses produits ou services peut être un bon substitut à son dispositif de gouvernance, ou du moins un complément à ses mécanismes de contrôle interne. De même la forme des relations salariales conditionne l'efficacité des modèles de gouvernance. Un système orienté par les marchés financiers, privilégiant la valeur actionnariale, s'accorde mieux avec un marché du travail fonctionnant de manière concurrentielle et une main-d'œuvre plus mobile. Au plan macroéconomique, il est plus facile d'accepter la dictature de la rentabilité financière de court terme lorsqu'on possède les institutions, ou lorsqu'on a forgé les comportements, qui permettent d'assumer le coût de la plus grande instabilité ou (cyclicité) de l'économie qui en résulte. Tandis qu'un modèle bâti sur des relations plus stables entre les salariés et l'entreprise ne peut s'accommoder pleinement de la logique des marchés financiers. Il suppose des formes de financement qui s'inscrivent sur le long terme et offrent à la firme la flexibilité nécessaire pour faire face à la rigidité de ses engagements. Bref, cela implique un système de financement plus intermédié. Dans un tel modèle, l'adaptation au changement dépend plus fortement de la volonté commune des dirigeants et de leurs salariés. Ce qui suppose que ceux-ci trouvent, dans l'amélioration de leur qualification, de leur rémunération et de leur statut, les motivations nécessaires pour accepter ou conduire les évolutions. D'une façon ou d'une autre, cela signifie qu'ils doivent disposer d'une part suffisante des droits de contrôle sur les décisions de l'entreprise et sur le surplus résiduel.

- Enfin, la structure de l'épargne et le rôle conféré aux marchés financiers dans sa mobilisation conditionnent aussi les formes de gouvernance. En particulier, une économie où prédomine un système de retraites par capitalisation a besoin d'un marché financier développé et probablement d'une bonne protection des actionnaires minoritaires. En l'absence d'une liquidité et de garanties suffisantes, les fonds de pension ne peuvent investir en toute sécurité. S'il existe des risques d'expropriation par les dirigeants ou les actionnaires majoritaires, le capital se concentre entre les mains de détenteurs de blocs de contrôle et le marché se rétrécit. Au contraire, un régime de retraite par répartition s'accommode mieux d'un système intermédié et d'une concentration du capital.

Dans tous les cas, la causalité entre les conditions de financement, les relations sociales, les contraintes technologiques et l'organisation économique, n'est pas donnée *a priori*. Tout juste doit-on se convaincre de l'interdépendance entre les formes de gouvernance et l'ensemble des contrats dans laquelle elle s'insère. C'est bien pourquoi il n'y a aucune raison pour que l'on tende vers un modèle unique de gouvernance. Et il n'y a surtout aucune raison pour que ce modèle soit celui des pays anglo-saxons. Ce qui implique éventuellement que l'on

sache se protéger d'une intégration trop poussée des marchés financiers, dont les avantages sont souvent invoqués sans être démontrés de façon convaincante. Si l'alignement s'opère sur le modèle anglo-saxon ce sera, soit par passivité, soit au nom d'objectifs qui n'ont rien à voir, avec la recherche d'une plus grande efficacité. Mais il n'y a pas *a priori* aucune fatalité en ce domaine. Or la littérature est étrangement silencieuse sur cette question pourtant essentielle : on se borne généralement à observer une certaine convergence et éventuellement à la critiquer sans avancer de solution pour s'y opposer.

Cela étant, s'il n'existe pas de système optimal de gouvernance, il peut exister des contradictions destructrices entre le modèle d'entreprise dominant et les autres institutions qui coexistent dans une économie donnée. Il existe des complémentarités institutionnelles qui font naître des contraintes de cohérence, de sorte que toutes les combinaisons possibles ne sont pas également efficaces. Le fait de vouloir plaquer un modèle de gouvernance importé sur un ensemble institutionnel (qui possède une certaine cohérence et une histoire longue) peut conduire à des blocages. Le cas français donne une bonne illustration de ces dysfonctionnements possibles, car notre système financier est sans doute celui qui a connu la plus forte convergence vers le modèle anglo-saxon. De sorte que, lorsqu'on dresse des typologies, il apparaît désormais dans une situation hybride. C'est par exemple l'une des conclusions de l'ouvrage de J. Byrne et Ph. Davis qui mène une analyse comparative des structures financières des pays du G7³⁰. Leur étude statistique détaillée du bilan des agents (entreprises, ménages, institutions financières ...) remet pour partie en cause l'opposition traditionnelle entre systèmes dominés par les marchés *vs* systèmes dominés par la banque. Il en ressort cependant une distinction assez marquée entre les pays anglo-saxons et l'Europe continentale (à laquelle vient se joindre le Japon), et la France est aujourd'hui plus proche du premier groupe que du second.

L'évolution a donc été rapide, et il serait intéressant de retracer les conséquences de cette mutation qui était censée améliorer l'efficacité de notre système financier. Le travail serait long et les résultats probablement contrastés. Pourtant il apparaît que :

- la déréglementation financière et le développement des marchés boursiers impulsés par les pouvoirs publics ont nécessité, en l'absence d'une transformation du régime des retraites, l'entrée d'investisseurs étrangers dans le capital des entreprises françaises et la soumission de celles-ci à de nouveaux critères de gestion ;

- cette évolution de notre modèle d'entreprise est entrée en contradiction avec les modes de gestion des ressources humaines, la protection dont bénéficiaient les salariés et en définitive le fonctionnement du marché du travail. La forte croissance et la persistance du chômage en France s'expliquent sans doute pour partie par ce choc d'une nouvelle logique financière projetée sur un contexte institutionnel peu flexible à court-moyen terme.

Pourquoi, lorsque l'on énumère les déséquilibres structurels dont souffre l'économie française n'évoque-t-on jamais les conséquences de cette politique irréfléchie qui prétendait moderniser notre système financier ?

³⁰ Joseph Byrne et Philip Davis, *Financial Structure : An Investigation of Sectoral Balance Sheets in the G7*, Cambridge University Press, 2003.

Pour résumer

En définitive, nous retenons de la lecture de ces quelques ouvrages trois conclusions principales.

- Tout d'abord, il nous semble que l'on a beaucoup exagéré l'importance des problèmes de gouvernance dans l'explication des errements récents de certaines entreprises et des marchés financiers. Les évolutions extravagantes des marchés boursiers ou la défaillance des systèmes de contrôle d'entreprises ne résultent pas, à proprement parler, d'un conflit d'intérêt entre actionnaires et dirigeants. Ce n'est donc pas une question de gouvernance au sens strict du terme. Ce qui est en cause, c'est plutôt le poids excessif des critères financiers dans le pilotage des entreprises, c'est-à-dire la focalisation sur la création de valeur actionnariale et la recherche de taux de rentabilité irréalistes. On peut toujours chercher à améliorer les systèmes de comptabilité, d'information ou d'évaluation. Mais il est clair qu'il n'y a, en ce domaine, que des solutions éphémères : aucun dispositif n'est à l'abri de manipulations. Et rien de tout cela ne protégera du court termisme et de l'exubérance irrationnelle des marchés financiers. Dès lors, il est sans doute plus utile de s'interroger sur la gouvernance de l'intermédiation de marché, et donc sur la régulation du comportement des investisseurs institutionnels.

- D'autre part, si l'on se place du point de vue de l'efficacité et de la stabilité du système économique, la maximisation de la valeur actionnariale n'a aucune justification théorique. L'efficacité de l'entreprise résulte de sa capacité à mobiliser toutes les parties prenantes dont l'apport ne peut être contractualisé. Cette définition conduit à une conception plus large de la gouvernance. L'attribution des droits de propriété et le partage du surplus résiduel n'a aucune raison de s'opérer au seul profit des apporteurs du capital financier. La répartition optimale est celle qui incite les différents acteurs à réaliser les investissements spécifiques qui maximisent la création de valeur à long terme. Il n'y a pas, sur ce point, de solution unique. Mais il est vrai que l'entrée dans une économie de la connaissance donne à l'investissement en capital humain un rôle essentiel. En ce sens, il est paradoxal que l'on insiste sur la valeur actionnariale à un moment où le capital financier apparaît moins stratégique.

- Il n'existe donc pas, dans l'absolu, de modèle d'entreprise optimal. C'est-à-dire qu'il y a place pour un petit nombre de systèmes d'organisation potentiellement en concurrence. Leur viabilité (ou leur compétitivité) repose sur la cohérence des mécanismes incitatifs qu'ils comportent, dans un contexte technologique, juridique, institutionnel ... donné. Il est donc possible de construire des modèles d'entreprises qui concilient l'efficacité avec des conceptions différentes de l'éthique, de l'équité ou simplement de l'organisation sociale. La convergence annoncée vers le système anglo-saxon n'est, en aucune manière, fatale ni même souhaitable.

Des particularités de la gouvernance bancaire

("La nouvelle économie bancaire", Pastré (éd.), Editions Economica, 2005)

Alors que de nombreux écrits de toute nature ont été consacrés dans la période récente à la gouvernance des entreprises, il est curieux de constater que la gouvernance des banques (plus généralement des institutions financières) n'a inspiré que peu de réflexions. C'est d'autant plus étonnant que l'on reconnaît aux institutions financières un rôle majeur dans les mécanismes de gouvernance : elles sont censées exercer un contrôle direct et régulier sur les firmes auxquelles elles accordent leur crédit. On devrait donc logiquement se demander au nom de quels intérêts et en fonction de quels objectifs elles opèrent cette surveillance.

On retombe ainsi sur la question classique consistant à s'interroger sur « *le contrôle du contrôleur* » ou plus précisément sur les motivations du contrôleur. On comprend bien que les firmes se comportent différemment selon que leurs fournisseurs de crédit privilégient la prudence par rapport à la rentabilité (ou l'inverse), selon que leurs objectifs se définissent sur le court ou le long terme, selon qu'ils décident en fonction de stricts critères financiers ou qu'ils y mêlent des préoccupations d'une autre nature (éthique, solidarité, considération du long terme). Les formes de la gouvernance bancaire ont donc potentiellement une influence essentielle sur le comportement du système économique.

Or, les types de gouvernance sont dans les faits très variés. Et à ce propos, la place importante qu'occupe le mutualisme dans les systèmes bancaires d'un certain nombre de pays (en particulier d'Europe Continentale) est également surprenante. C'est là un autre paradoxe. Comment se fait-il que les préoccupations non marchandes soient aussi présentes dans l'industrie de la monnaie et de la finance ? On s'attendrait *a priori* à ce que les critères de rentabilité y soient prédominants plus encore que dans les autres secteurs. Mais c'est l'inverse qui semble vrai et l'on peut y voir l'indice d'une particularité de la gouvernance bancaire.

C'est ce point de vue que nous entendons ici discuter. Nous voulons étudier dans quelle mesure la gouvernance des établissements de crédit pose des problèmes spécifiques. Plus précisément, on se propose de montrer que l'activité bancaire (du moins l'activité d'intermédiation) s'accorde mal avec les objectifs traditionnels de l'entreprise et notamment la maximisation de la valeur actionnariale. On verra dans un premier temps que ce n'est pas vraiment la protection des déposants qui pose problème et requiert des solutions particulières. Dans un second temps, nous chercherons à prouver que c'est en fait l'activité de crédit qui nécessite des formes originales d'allocation des droits de propriété entre les emprunteurs et les autres parties prenantes de la banque. C'est à ce niveau, nous semble-t-il, que la gouvernance bancaire a quelque chose de spécifique.

I – La protection des déposants est-elle une affaire de gouvernance ?

Il n'est évidemment pas question de parler ici de gouvernance au sens étroit du terme, c'est-à-dire de se limiter à la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants. D'abord parce que la question du contrôle des seconds par les premiers ne se pose que dans le cas d'entreprises dont le capital est dispersé. Or, cela concerne essentiellement le capitalisme anglo-saxon ; tandis qu'en Europe Continentale le capital des entreprises est fortement concentré selon des modalités qui varient d'un pays à l'autre (l'importance du capitalisme familial, l'existence de participations croisées, la présence de fondations ...). Et la situation

n'est pas différente dans le secteur bancaire : la question de la gouvernance n'est pas principalement celle du contrôle des dirigeants par un actionnariat dispersé.

Par ailleurs, le fait de restreindre les objectifs de la firme à la maximisation de la valeur actionnariale n'a aucun fondement théorique sérieux. Rien ne prouve que l'attribution des droits de propriété doit se faire exclusivement au profit des apporteurs de capitaux. On a, au contraire, de bonnes raisons de penser que les autres parties prenantes de la firme ou du moins certaines d'entre elles doivent participer à ce partage. Dans une économie de la connaissance c'est plutôt le capital humain (le travail hautement qualifié) qui constitue la ressource stratégique ; c'est lui qui doit être mobilisé et qui doit être privilégié dans l'attribution des droits de propriété. Au demeurant, il n'existe pas de preuves convaincantes d'une influence des mécanismes formels de gouvernance sur les performances des entreprises. Nous ne disposons pas de résultats concordants concernant l'effet de la taille ou de la composition des conseils d'administration : rien ne prouve que la présence d'administrateurs indépendants (pour autant que l'on sache les définir) améliore l'efficacité de la gestion. Il n'est pas non plus établi que l'activisme actionnarial ou les OPA hostiles exercent une incidence significative sur la rentabilité.

Il y a donc mieux à faire que de perdre son temps à disserter sur la meilleure façon d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. La question cruciale est plutôt de savoir comment inciter les diverses parties prenantes (au-delà des apporteurs de capitaux, les salariés, les clients, les fournisseurs ...) à s'investir dans l'entreprise. Dans la banque, comme dans les autres industries, les formules d'intéressement des salariés aux résultats se sont développées. Les rémunérations variables ou les systèmes de participation sont largement répandus dans certaines activités stratégiques telles que les opérations de marché, la banque d'investissement, la fonction commerciale Toutefois, l'utilisation de ces dispositifs se heurte ici à la limitation de la prise de risque : il ne faut pas que la recherche de la rentabilité se traduise par un biais en faveur d'investissements trop risqués.

Car une des différences essentielles des banques par rapport aux entreprises non financières se situe dans l'importance de leur levier (de leur rapport des dettes aux capitaux propres). Or, cette particularité constitue une incitation pour les actionnaires, mais aussi pour les dirigeants (et plus généralement pour les salariés dont la rémunération est liée aux résultats), à prendre des risques et à jouer ainsi contre les crédateurs. Et ceci est d'autant plus vrai que la banque est dans une situation financière dégradée, auquel cas l'accroissement de l'espérance de perte est faible tandis que l'incitation à prendre des risques pour tenter de « se refaire » (« *gambling for resurrection* ») est maximale.

Dans la mesure où la responsabilité des actionnaires est limitée, toute augmentation de la variance des rendements possibles (c'est-à-dire l'éventualité de gains mais aussi de pertes plus forts) implique une redistribution de la richesse en leur faveur et aux dépens des crédateurs. Dans ces conditions, on doit naturellement protéger ces derniers contre le risque d'expropriation et ceci peut être considéré comme un problème de gouvernance. Concrètement, il faut que les dirigeants de la banque soient amenés d'une façon ou d'une autre, à respecter les intérêts des crédateurs dont les droits sont définis par des contrats explicites, contrairement aux actionnaires qui disposent des droits résiduels sur les profits dégagés.

Il convient d'ajouter que les crédateurs, qui sont principalement des déposants, ne sont souvent pas en mesure d'exercer un véritable contrôle (ou même de s'informer) sur des

décisions ou la valeur des actifs bancaires. Parce qu'ils sont très dispersés, parce que l'information qu'il leur faudrait collecter et traiter est excessivement coûteuse par rapport au montant de leur placement, et parce qu'il n'existe pas d'instance interne à l'entreprise où ils pourraient faire valoir leurs intérêts. De surcroît, leur incitation à le faire se trouve réduite par le simple fait que leur placement est liquide. Ils ont donc, en principe, la possibilité de retirer leurs dépôts ou de vendre leurs obligations avant de subir les conséquences d'une gestion qui leur serait défavorable.

C'est d'ailleurs pour cette raison que la banque est soumise au risque de paniques bancaires susceptibles de dégénérer en crises systémiques, c'est-à-dire de provoquer des dommages au-delà des clients (créditeurs et emprunteurs) de l'établissement concerné. On comprend bien que dans ces conditions il n'est pas possible d'assigner aux banques un simple objectif de maximisation de la valeur actionnariale. A la fois parce que cette solution comporte, comme il vient d'être dit, un risque d'expropriation pour les déposants. Mais aussi, parce que les crises bancaires comportent des externalités coûteuses pour l'ensemble de l'économie. De sorte que l'on ne peut laisser la détermination des risques bancaires au seul arbitrage des actionnaires. Ce serait déraisonnable du point de vue des déposants et plus généralement de la collectivité. Il faut donc conférer un droit de contrôle aux agents dont la situation est susceptible d'être affectée par les choix des établissements de crédit.

Il reste toutefois à déterminer la façon la plus appropriée d'exercer ce contrôle. Puisqu'il s'agit de gouvernance, on peut tout d'abord songer à permettre aux créditeurs (et particulièrement aux déposants) de participer à la définition des objectifs de la banque et à la surveillance de leur réalisation. Cela consisterait, au moins, à leur faire une place dans les instances de décisions. Et en ce sens, le mutualisme qui vise à lier le statut de déposant et celui d'actionnaire, trouve ici une première justification puisqu'il supprime (ou du moins il gomme) le conflit d'intérêt entre les créditeurs et les propriétaires des droits résiduels. Quoiqu'il en soit, les dirigeants bancaires ne doivent plus seulement être en charge des intérêts des actionnaires mais aussi de ceux des autres apporteurs de capitaux. Plus encore, ils doivent être tenus pour responsables de la pérennité de leur établissement.

Ce type de solution peut être de nature à modérer les risques pris par les établissements de crédit et donc leur risque d'insolvabilité. Mais à la réflexion, il ne suffit pas à résoudre vraiment le problème posé. Car l'intégrité du système de paiements requiert en toute hypothèse l'existence d'une assurance des dépôts comme le démontre l'expérience de tous les systèmes bancaires contemporains. Car même si les banques s'imposent un comportement prudent, on ne peut exclure l'éventualité de défaillances dont les conséquences peuvent être excessivement coûteuses. De plus, la prudence dans les choix d'actifs ne peut empêcher le risque d'illiquidité, c'est-à-dire l'éventualité de paniques bancaires sans rapport avec un problème de solvabilité.

Dès lors, quelle que soit la place réservée aux créditeurs dans la gouvernance bancaire, la question d'un aléa de moralité se trouve tout de même posée : les apporteurs de capitaux trouvent tous un intérêt à jouer contre le fonds d'assurance des dépôts. Ou à tout le moins les déposants n'ont plus d'incitation à contrôler le risque des établissements qui gèrent leur compte. La surveillance des risques bancaires se trouve donc renvoyée vers le fonds d'assurance ou plus probablement vers un régulateur garant de la stabilité du système de paiement. Le fait d'associer les déposants ou plus généralement les créditeurs, à la gouvernance de la banque n'ajoutera rien à la résolution du problème dont nous sommes partis. Ce qui revient à dire que c'est la réglementation bancaire, et naturellement le contrôle

de son application, qui doit le prendre en charge. Il relève de l'intervention publique et non d'un compromis institutionnel entre les catégories d'apporteurs de capitaux. Ce n'est donc pas de ce côté que l'on trouvera le fondement d'une particularité de la gouvernance bancaire. C'est pourquoi nous proposons de la rechercher dans les caractéristiques des actifs bancaires et plus précisément dans la relation de crédit.

II – Relation de crédit et gouvernance bancaire

On justifie aujourd'hui le rôle des intermédiaires financiers par leur aptitude à résoudre des problèmes d'asymétrie d'information qui provoquent des défaillances de marchés. Dans un échange financier, l'emprunteur en sait toujours plus que le prêteur sur ce qu'il entend faire des capitaux qu'il sollicite, sur la rentabilité de ses projets, sur les résultats de son activité ... Cette asymétrie des positions rend la transaction logiquement impossible. C'est pourquoi certains contrats financiers ne peuvent se nouer que dans le cadre de relations bilatérales et hiérarchiques entre un emprunteur et un intermédiaire financier ; à la différence des relations anonymes et décentralisées qui caractérisent les opérations de marchés.

Cette argumentation doit être cependant complétée pour être vraiment convaincante. Car dans les faits, il est possible de produire l'information nécessaire à la conclusion du contrat sans recourir à l'intermédiation. Par exemple, en demandant à des agences de notation rémunérées par l'emprunteur, de collecter et de diffuser publiquement cette information. Pour être viable, le procédé suppose naturellement une taille critique de l'opération : il faut que son coût puisse être étalé sur un montant de financement assez élevé. Mais cela montre qu'il est possible de surmonter l'asymétrie d'information et de contrôler l'usage des capitaux par des procédures décentralisées qui s'accordent avec des relations de marché.

En réalité l'avantage des intermédiaires financiers se situe plutôt dans leur capacité à établir des relations de long terme. Les institutions financières ont la possibilité de prendre des engagements, d'opérer des péréquations tarifaires dans le temps, de programmer des séquences de contrats ... Alors que le marché traite chaque opération de façon indépendante, parce que les souscripteurs d'une émission aujourd'hui ne peuvent évidemment pas prendre d'engagement au nom des souscripteurs des émissions à venir. Les institutions peuvent construire et faire respecter des contrats plus riches que ceux qui se nouent dans l'anonymat.

Or, cet enrichissement permet d'étendre l'ensemble des opérations de financement possibles, et de les traiter de façon plus efficiente. Au moins deux types d'arguments peuvent être avancés en ce sens :

- l'existence d'une relation de long terme permet à la banque de moduler ses conditions de crédit (éventuellement d'interrompre le financement) en fonction du comportement de l'emprunteur. Par exemple, la banque annonce qu'elle renouvellera le crédit si l'entreprise montre par ses décisions et/ou par ses résultats qu'elle respecte les intérêts du prêteur. Ou encore, la banque ajuste le taux d'intérêt en fonction des performances observées. Cela se traduira par une péréquation tarifaire intertemporelle : une surfacturation au début de la relation de crédit, qui se transforme par la suite en taux privilégié pour inciter au comportement recherché.

- de façon plus générale, on peut dire que la mise en place d'une relation de long terme est coûteuse à la fois pour la banque et pour l'emprunteur. En contrepartie, elle permet

d'accumuler de l'information (sur le potentiel et le comportement de l'emprunteur) et de réduire le coût de la surveillance dans le temps. Ici aussi les conditions de crédit doivent être plus rigoureuses au moment où se noue le contrat pour devenir plus accommodantes (moins onéreuses) par la suite.

Mais dans un cas comme dans l'autre, l'investissement dans une relation de long terme n'est acceptable pour l'emprunteur que s'il a la garantie de pouvoir s'approprier les gains qu'elle procure, ou du moins une part suffisante. Il ne payera le prix d'entrée (en termes de taux ou de comportement) que s'il a l'assurance que le prêteur lui rétrocédera, par de nouvelles conditions de crédit, la réduction de ses coûts de contrôle. Or, cette assurance est très difficile à obtenir car il est généralement impossible de formuler dans le détail un engagement de cet ordre. En d'autres termes, il n'est pas possible d'écrire sur un horizon de moyen-long terme des contrats complets.

Il y a à cela plusieurs explications. La baisse des coûts de contrôle est difficilement mesurable et peut donc faire l'objet de contestation. Par ailleurs, les conditions de crédit dépendent d'un ensemble de contingences (certaines d'ordre macroéconomique, d'autres qui tiennent à la situation de l'emprunteur) dont on ne peut préciser à l'avance les conséquences. Elles dépendent aussi du volume de financement sollicité : comment spécifier la fonction liant le taux appliqué au volume accordé dans le futur ? Il est dès lors probable que la banque aura toute liberté pour confisquer à son profit les gains de la relation de long terme dans laquelle l'emprunteur s'est engagé. Et si tel doit être le cas, son anticipation fera que cette relation ne pourra s'instaurer et que ses avantages potentiels seront perdus.

La théorie des contrats incomplets suggère que la solution à ce problème se trouve dans l'allocation de droits de propriété au contractant qui se trouve en position de faiblesse et dont les intérêts risquent d'être mis en cause. En l'occurrence cela revient à dire qu'il faut donner aux emprunteurs un droit de contrôle ou de regard sur la politique de crédit de la banque. C'est là, nous semble-t-il, la véritable particularité de la gouvernance bancaire : pour que certains types de relations de financement puissent s'instaurer il faut compléter les contrats en donnant aux clients-emprunteurs un pouvoir dans la définition des conditions de crédit.

C'est là aussi, que nous semble résider l'intérêt du mutualisme dans le secteur bancaire. Les représentants des sociétaires ayant la possibilité de faire valoir les intérêts des clients-emprunteurs peuvent garantir les conditions d'un engagement de long terme. Bien évidemment, cela ne signifie pas que le mutualisme soit la solution unique ou même optimale de gouvernance bancaire. Ne serait ce que parce que les établissements de crédit combinent des activités de natures diverses dont une bonne partie n'a rien à voir avec les opérations que nous évoquons. De surcroît, le fait de donner aux actuels clients-emprunteurs un droit de contrôle sur la politique de crédit peut poser problème en situation de redéploiement économique. Une trop grande inertie dans la distribution du crédit est naturellement un handicap lorsque les transformations économiques imposent une réallocation des capitaux entre secteurs ou entre firmes. Dans ces circonstances un système de financement plus souple, orienté par de simples critères de rentabilité de court terme est probablement plus adapté.

Mais si l'on excepte ces phases de transition, l'existence de relations intermédiées de long terme est favorable à la stabilité du système productif. Et cela est contradictoire avec un modèle de banque à l'acte, animé par le seul objectif de maximisation de la valeur actionnariale.
