

Compétences, conflits et création de valeur:vers une approche intégrée de la gouvernance

Peter Wirtz

▶ **To cite this version:**

Peter Wirtz. Compétences, conflits et création de valeur:vers une approche intégrée de la gouvernance. Finance Contrôle Stratégie, 2006, 9 (2), pp.187-201. halshs-00464649

HAL Id: halshs-00464649
https://shs.hal.science/halshs-00464649

Submitted on 17 Mar 2010

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.

Compétences, conflits et création de valeur: vers une approche intégrée de la gouvernance

Peter WIRTZ*

Version 14/09/05

Résumé : L'approche dominante de la gouvernance d'entreprise s'inscrit dans une logique d'essence disciplinaire. Pourtant, la création de valeur ne se réduit pas à un simple problème de discipline, mais comporte également une dimension cognitive, notamment dans le cas des entreprises innovantes. Fort de ce constat, le présent article tente de contribuer à un effort d'intégration des explications disciplinaire et cognitive des phénomènes de gouvernance, en défendant l'hypothèse selon laquelle le poids respectif des variables disciplinaires et cognitives n'est pas figé, mais dépend du stade de développement des entreprises étudiées. Ce cadre théorique est illustré à travers l'histoire longue du Groupe Air Liquide.

Mots clés : Gouvernance, approche cognitive, approche disciplinaire, coût cognitif.

Competence, Conflict, and the Creation of Value : Towards an Integrated Approach to Corporate Governance

Abstract: Mainstream explanations of corporate governance work from an essentially disciplinary perspective. The creation of value, however, is not merely a matter of discipline, but also encompasses a cognitive dimension, especially in the case of the innovative enterprise. The present paper hence attempts to contribute to integrate disciplinary and cognitive explanations of governance. It defends the assumption, according to which the relative weight and relevance of the disciplinary and cognitive variables should not be conceived of as static, but depends on the development stage of the firms under examination. The long history of Air Liquide gives an illustration of this theoretical frame.

Keywords : Governance, cognitive approach, disciplinary approach, cognitive cost.

Classification JEL : G32

* Professeur à l'Université Lumière (Lyon 2), membre de l'équipe COPISORG. Toute correspondance à pwirtz@club-internet.fr.

Compétences, conflits et création de valeur: vers une approche intégrée de la gouvernance

À la suite de scandales financiers récurrents tels qu'Enron, Worldcom et autres Parmalat, la communauté financière appelle de ses vœux une gouvernance capable d'endiguer les possibilités de destruction de la richesse des investisseurs. Devant le constat de comportements manifestement déviants de la part de certains dirigeants ayant conduit à la spoliation de nombreux actionnaires, l'explication des phénomènes de gouvernance en termes de conflits d'intérêts telle que proposée par la théorie positive de l'agence (TPA) semblerait s'être imposée comme l'approche dominante (Daily *et al.*, 2003). Du point de vue de l'efficience, l'enjeu central des mécanismes de gouvernance consiste en leur impact sur la création de valeur. Les théoriciens de l'agence abordent la notion de valeur essentiellement sous l'angle d'une minimisation des coûts d'agence, ces derniers s'expliquant par la poursuite d'intérêts divergents par les différents acteurs au sein de l'entreprise. Ainsi, le dirigeant d'une entreprise détenant moins de 100% du capital serait incité à agir d'une façon sous-optimale du point de vue des actionnaires, soit en s'appropriant des avantages personnels soit en surinvestissant dans des projets à VAN négative (Jensen, 1986), ou encore en sous-investissant (Jensen et Meckling, 1976).

Des travaux récents révèlent cependant que l'approche traditionnelle de la gouvernance s'inscrit dans une perspective relativement étroite de la création de valeur, car purement disciplinaire (Charreaux, 2002a, 2002b ; Ricart, 2000). Ainsi, la TPA traditionnelle ne s'intéresse pas à l'origine des opportunités d'investissement, la plupart des modèles considérant ces dernières comme un ensemble donné. Or, la recherche en stratégie met en avant le rôle central des connaissances, capacités et compétences (Kogut et Zander, 1992 ; Nonaka, 1994 ; Prahalad et Hamel, 1990 ; Rumelt, 1984 ; Teece et *al.*, 1997), souvent tacites,

pour favoriser l'innovation et conforter un avantage concurrentiel, qui seraient autant de vecteurs potentiels d'une création de valeur durable.

Une meilleure compréhension du lien entre gouvernance et création de valeur nécessiterait par conséquent l'intégration de ces aspects, sans pour autant rejeter les avancées en matière de conflits d'agence dont la plausibilité est renforcée dans certains contextes par la nature récurrente des scandales financiers. Dans cette veine, il existe désormais différentes tentatives d'intégrer des concepts disciplinaires et cognitifs pour l'étude des phénomènes de gouvernance (Aoki, 2000, 2001 ; Charreaux, 2002a, 2002b ; Lazonick et O'Sullivan, 1997, O'Sullivan, 2000). Or, afin de pouvoir produire des propositions testables, une théorie synthétique, intégrant à la fois les variables cognitives et disciplinaires, doit chercher à répondre à la question du poids respectif de ces différentes variables. Dans ce contexte, il paraît plausible de supposer que la nature du principal vecteur de création de valeur est variable dans le temps, l'enjeu central de la gouvernance étant, selon les circonstances, tantôt cognitif tantôt disciplinaire[1]. D'une façon similaire, Hodgson (1998, p. 181) constate que « le poids de l'explication est susceptible de se déplacer d'une approche à l'autre [de celle par les compétences à la contractuelle et *vice versa*], en fonction des circonstances institutionnelles et historiques spécifiques »[2].

Le présent article s'inscrit dans cette perspective. Il cherche, notamment, à développer un cadre conceptuel permettant de comprendre l'intensité variable des facteurs cognitifs et disciplinaires agissant sur la création de valeur des entreprises. Dans ce contexte, nous défendons l'hypothèse selon laquelle le poids respectif des facteurs disciplinaires et cognitifs dépend notamment du stade de développement de l'entreprise et du degré d'incertitude

[1] En fait, il est vraisemblable qu'à l'intérieur des catégories il y a également des changements de nature. Une structure de propriété familiale entraîne des conflits d'intérêts de nature différente de la propriété managériale. De même, les conflits cognitifs évoluent en fonction de la phase stratégique où se situe la firme, les avantages concurrentiels évoluant. Nous remercions Gérard Charreaux pour cette observation.

[2] « the weight of explanation may shift from one approach to another [from competence to contract and *vice versa*], depending on the concrete institutional and historical circumstances. »

caractérisant son secteur d'activité. Cette hypothèse procède de l'idée, selon laquelle, pour une jeune entreprise évoluant dans un environnement (notamment technologique) hautement incertain, la maîtrise du processus de création de valeur est essentiellement tributaire d'un ensemble de connaissances tacites et de compétences spécifiques. En revanche, plus la technologie se vulgarise et plus l'entreprise accroît sa taille et le nombre de ses bailleurs de fonds, plus les problèmes de discipline deviennent prégnants[3]. Dans une optique de création de valeur, le rôle des acteurs – dirigeants et bailleurs de fonds - et leur manière d'aborder les mécanismes de gouvernance évoluent alors en conséquence. Ceci concerne plus particulièrement les actionnaires et leurs représentants dans les instances de gouvernance.

La suite de l'article a comme objectif d'approfondir cette idée. Dans une première partie, après une brève synthèse de l'approche financière dominante et des perspectives d'un possible dépassement, nous présentons un cadre conceptuel de l'évolution de la nature des principaux problèmes de gouvernance en fonction du stade de développement d'une entreprise. Afin d'apprécier la plausibilité d'une telle approche, dans la deuxième partie, le cadre conceptuel est confronté à l'histoire longue du groupe Air Liquide.

1. Gouvernance et création de valeur : discipline vs. compétence

La gouvernance peut être définie comme « l'ensemble des mécanismes qui ont comme effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui 'gouvernent' leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire » (Charreaux, 1997). La recherche financière explique traditionnellement l'existence de ces mécanismes par leur capacité à gérer les conflits d'intérêts entre le dirigeant et les bailleurs de fonds. Dans cette perspective, la gouvernance permet d'augmenter la valeur d'une entreprise grâce à la réduction des coûts d'agence résultant d'un comportement intéressé de la part du dirigeant.

[3] Ils changent tout au moins de nature.

L'enjeu des mécanismes de gouvernance est alors essentiellement disciplinaire (1.1.), sachant que les problèmes de discipline, tels qu'analysés dans la théorie positive de l'agence (TPA), augmentent avec le degré d'ouverture du capital. Le modèle d'agence traditionnel apparaît donc comme contingent, étant applicable surtout à la grande entreprise managériale avec un actionnariat largement dispersé (Berle et Means, 1932).

La recherche en stratégie nous enseigne, cependant, que la capacité d'une entreprise à créer durablement de la valeur n'est pas réductible à une question de discipline de dirigeants potentiellement opportunistes. Au contraire, les capacités organisationnelles, connaissances et compétences spécifiques du dirigeant et de ses équipes apparaissent comme autant de vecteurs potentiels d'un avantage compétitif durable et, donc, de la création de valeur. On peut alors s'interroger sous quelles conditions la gouvernance peut jouer un rôle dans la construction d'opportunités de création de valeur inédites, dont la perception et la mise en œuvre sont intimement liées aux compétences spécifiques d'une entreprise et de ses dirigeants (1.2.).

L'identification de ces deux approches pour étudier les phénomènes de gouvernance soulève cependant la question de leur pertinence respective. Pour tenter d'y répondre sur le plan théorique, nous proposons un cadre conceptuel dynamique (1.3.), où le poids respectif des explications disciplinaires et cognitives du rôle de la gouvernance varie en fonction du stade de développement de l'entreprise.

1.1. La création de valeur par la discipline

La théorie positive de l'agence (TPA) (Jensen et Meckling, 1976) et ses avatars[4] fournissent aujourd'hui l'explication financière dominante de l'existence et du

[4] On mentionnera notamment la théorie juridico-financière de La Porta et *al.* (1998), dont la trame explicative représente une simplification excessive du problème d'agence tel qu'initialement conçu. Ainsi, Roe (2002) montre que les coûts d'agence imaginés par les fondateurs du concept ne sont pas réductibles aux seuls comportements d'appropriation de bénéfices privés et à la spoliation des actionnaires minoritaires qui en résulte. Or, c'est précisément ce que fait le courant juridico-financier. Face à ce constat, Roe (2002) précise que le phénomène des conflits d'agence relève, dans certaines circonstances, plutôt d'un comportement objectivement « sous-optimal » de la part du dirigeant dû par exemple à des erreurs sans être illégal, comme par exemple la

fonctionnement des mécanismes de gouvernance. Ces derniers sont perçus comme une réponse efficiente à des problèmes de sous-performance liés aux conflits d'intérêts entre dirigeants et bailleurs de fonds dans un univers caractérisé par l'asymétrie d'information. Dans cette approche, l'intensité du conflit d'agence est tributaire du degré d'ouverture du capital. Elle atteint en principe son paroxysme dans le cas des entreprises à l'actionnariat complètement dispersé.

La mise en place des mécanismes de gouvernance peut alors être comprise à travers leur capacité à contraindre et/ou à inciter le dirigeant d'une entreprise ayant ouvert son capital à adopter un comportement plus conforme à la création de valeur pour l'actionnaire. Les mécanismes de gouvernance considérés dans cette approche relèvent de deux catégories : (1) des mécanismes de surveillance (*monitoring*) ou de dédouanement tendent à réduire l'asymétrie d'information et à rendre le comportement intéressé coûteux pour le dirigeant ; (2) l'intéressement du dirigeant au capital diminue l'importance du conflit d'intérêts. Or, la mise en place des mécanismes de gouvernance implique également un coût. Ce dernier est néanmoins supporté, dans la mesure où il est plus faible que l'économie de coûts d'agence qu'il permet. Ainsi, dans le schéma de base de la théorie positive de l'agence, il existe trois types de coûts d'agence : les coûts de surveillance, les coûts de dédouanement[5] et la perte résiduelle. Les mécanismes de gouvernance qui s'imposeraient seraient alors ceux permettant de minimiser le coût global.

Ce schéma explicatif très général est ensuite appliqué par les théoriciens de l'agence pour expliquer les caractéristiques d'un certain nombre de mécanismes de gouvernance concrets pouvant être observés dans les grandes entreprises au capital dispersé. Parmi les exemples classiques, on trouvera Fama et Jensen (1983), pour qui la séparation des fonctions de

---

faiblesse de l'effort fourni ou le sous-/sur-investissement. Ce dernier type de comportement est la cause de ce que Roe (2002) désigne par le terme de « coûts d'agence managériaux ».

[5] Ces deux premiers types de coûts d'agence sont, en fait, les coûts liés à la mise-en-place et au fonctionnement des mécanismes de gouvernance, pouvant être définis comme « l'ensemble des mécanismes qui gouvernent la conduite du dirigeant et influencent ses décisions » (Charreaux, 1997).

proposition et mise en œuvre des décisions (compétence du dirigeant), d'une part, et de ratification et contrôle des décisions (compétence du conseil d'administration), d'autre part, est une réponse de l'évolution institutionnelle au problème posé par les coûts d'agence managériaux. Dans cette approche, le conseil d'administration apparaît comme une instance disciplinaire permettant de peser sur l'ensemble des choix particulièrement sensibles en matière de conflits d'intérêts.

Un autre exemple de la capacité d'un mécanisme de gouvernance à créer de la valeur en exerçant de la discipline est l'analyse, fournie par Jensen (1993), de l'apparition du marché des prises de contrôle hostiles aux Etats-Unis pendant la décennie 1980. Cette dernière aurait été caractérisée par des surcapacités importantes dans un certain nombre d'industries, et la poursuite de l'intérêt actionnarial aurait consisté à désinvestir. Or, poursuivant leurs propres intérêts, beaucoup de dirigeants auraient été réticents aux ajustements nécessaires. Dans ce contexte, la prise de contrôle hostile, en conduisant au remplacement des dirigeants défaillants, apparaît comme un mécanisme de gouvernance créateur de valeur, dans la mesure où il permet d'éliminer l'ensemble des activités à valeur actuelle nette (VAN) négative.

On notera cependant que, dans ces analyses classiques, l'ensemble des activités possibles pour une entreprise et leurs caractéristiques en matière de création de valeur sont donnés de manière exogène. Même si l'information à ce sujet est distribuée de façon asymétrique, elle existe, est « objective » et peut, en principe, être obtenue, bien que cela implique parfois un coût important. Ainsi, Jensen (1993, p. 851) cite l'industrie du pneu comme l'exemple d'une industrie avec des surcapacités importantes. Le constat de cette surcapacité apparaît comme étant objectivement vérifiable. Jensen situe la cause des surcapacités dans un choc technologique exogène, à savoir l'apparition de la technologie radiale[6]. Autrement dit, les opportunités de création de valeur liées à l'industrie du pneu sont considérées comme données

[6] Jensen (1993) élude la question des mécanismes de gouvernance ayant éventuellement favorisé l'émergence de cette innovation technologique qu'est le pneu radial au sein de l'entreprise Michelin. Cette question devient pourtant centrale dans une approche cognitive de la gouvernance (O'Sullivan, 1998).

– il suffit de s'informer –, et le problème de la gouvernance consiste simplement à exercer de la discipline pour que le dirigeant les exploite correctement. Le problème est donc essentiellement un problème de discipline.

1.2. Vers une théorie cognitive de l'agence (TCA)

Charreaux (2002a) souligne l'étroitesse de l'approche disciplinaire traditionnelle de la recherche financière sur la gouvernance. Dans l'intérêt d'un renforcement de son pouvoir explicatif, et en se référant à un ensemble de travaux mobilisés par la recherche en stratégie (théorie évolutionniste, théorie fondée sur les ressources, théorie des capacités organisationnelles)[7], il suggère d'élargir les modèles financiers en introduisant des concepts cognitifs à la base des travaux précités. Cela permet, notamment, de rendre endogène la question de la genèse des opportunités d'investissement, qui est jusqu'ici éludée par la théorie financière. Cette dernière suppose, en effet, l'ensemble des opportunités d'investissement comme donné à la façon d'un menu dans lequel le dirigeant n'aurait qu'à choisir. Dans cette optique, le rôle de la gouvernance est donc purement disciplinaire, car il consiste à contraindre le dirigeant à faire le meilleur choix, la nature optimale de ce choix pouvant être connue par l'ensemble des acteurs s'ils sont à même d'accéder à l'information pertinente. La discipline s'exercera, entre autres, au moyen d'une réduction de l'asymétrie d'information (*monitoring*, dédouanement). Or, la construction d'une opportunité d'investissement inédite, par exemple grâce à l'innovation technologique, ne dépend pas uniquement d'informations, mais également de la connaissance spécifique (et souvent tacite) de ses concepteurs. Ainsi, de La Ville (2001) décrit l'émergence d'un projet entrepreneurial comme un processus d'apprentissage collectif, qui est tributaire, notamment, de l'identité et des compétences spécifiques des différents acteurs qui interagissent au sein du projet. Contrairement à

[7] Pour une compilation des références fondamentales de cette approche, on peut se référer à Foss (1997).

l'information, en principe transmissible à des tiers, la connaissance, en tant que construit mental ou structure cognitive, est subjective et dépend largement de la trajectoire spécifique de son détenteur (Fransman, 1994). Dans le cas des entreprises où l'innovation joue un rôle important, on peut alors parler d'un potentiel d'asymétrie de connaissances entre un dirigeant et ses actionnaires[8]. Cette dernière diffère de l'asymétrie d'information, qui est la seule abordée par l'approche financière traditionnelle de la gouvernance[9].

L'asymétrie de connaissance est alors susceptible de faire surgir des conflits d'une toute autre nature que les conflits d'agence managériaux. Là où ces derniers s'expliquent par des intérêts objectivement divergents, les conflits cognitifs proviennent d'une incompréhension mutuelle due à des représentations subjectives divergentes de l'ensemble des opportunités ouvertes à l'entreprise. Partant du modèle de Roe (2002), qui reste fondamentalement disciplinaire, mais qui a le mérite de clarifier et de formaliser l'ensemble des arguments d'agence traditionnellement mobilisés, Charreaux (2002b) propose d'introduire une variable de coût cognitif.

La théorie de la gouvernance, afin d'augmenter son pouvoir explicatif, peut donc être élargie en complétant le raisonnement traditionnel en termes de coûts d'agence par des coûts cognitifs. Ces derniers peuvent être définis comme les coûts résultant de l'incompréhension mutuelle entre les dirigeants et les autres parties prenantes. Ils comprennent les pertes de

[8] Bien que notre article se focalise sur le rôle des actionnaires, il convient de noter que de telles asymétries cognitives peuvent également exister entre l'équipe dirigeante et d'autres parties prenantes que les seuls financiers. Ainsi, de La Ville (2001) souligne par exemple l'importance de la compréhension tacite des demandes d'une jeune entreprise de haute technologie par son sous-traitant dans l'émergence d'un projet entrepreneurial viable, tous les sous-traitants n'étant pas à même de comprendre les besoins spécifiques liés au projet émergeant (p. 51). On se trouve, donc, bien en face d'un phénomène d'asymétrie de compétences, ces dernières n'étant pas réductibles à un problème d'information que n'importe quel sous-traitant serait en mesure d'acquérir.

[9] En fait, Jensen et Meckling (1992) se réfèrent à la notion hayekienne de « *knowledge* » (Hayek, 1945), en principe compatible avec l'approche cognitive. Leur position est cependant ambiguë, dans la mesure où l'utilisation concrète qu'ils font du terme « *knowledg*e » recouvre plutôt la signification du terme « information », telle que précédemment suggérée. C'est-à-dire que, pour Jensen et Meckling (1992), ce qu'ils appellent « connaissance spécifique » consiste en un ensemble de données (ou informations) détenu par certains individus, et dont le transfert à d'autres, bien que coûteux, est en principe possible : « We define *specific knowledge* as knowledge that is costly to transfer among agents and *general knowledge* as knowledge that is inexpensive to transmit. »

valeur liées aux dysfonctionnements dus à l'incompréhension, ainsi que l'ensemble des coûts devant être engagés pour surmonter les différences dans l'appréciation des opportunités (temps et moyens consacrés à la discussion, à l'explication, etc.). A l'instar des coûts d'agence managériaux traditionnels, à savoir les coûts de *monitoring* (surveillance), de dédouanement et les pertes résiduelles (Jensen et Meckling, 1976), il est possible de distinguer trois catégories de coûts d'agence cognitifs.

• Les coûts de *mentoring*, faisant écho aux coûts de *monitoring*, sont engagés pour permettre à la firme d'acquérir les compétences requises dans l'interaction avec certaines parties prenantes. Indépendamment des problèmes d'opportunisme, il s'agit d'une mise aux normes du comportement des dirigeants par rapport aux usages en vigueur dans le monde professionnel de leurs partenaires. En ce sens, on peut dire que le *mentoring* tend à rapprocher les structures cognitives des dirigeants de celles des autres parties prenantes. Exemple : Le capital-risqueur qui aide une jeune pousse de haute technologie à se conformer aux usages de la communication avec la communauté financière, afin de faciliter la levée de capitaux.

• Les coûts de conviction. Ils font écho aux coûts de dédouanement, mais en diffèrent dans la mesure où il ne s'agit pas de crédibiliser des engagements en termes de loyauté, mais de faire comprendre l'intérêt intrinsèque d'un projet inédit et, donc, méconnu. Le travail de conviction relève en un certain sens de la pédagogie et tend à rapprocher les structures cognitives d'autres parties prenantes de celles des dirigeants.

• Le coût cognitif résiduel est lié à la part d'incompréhension qui subsiste.

Le concept de coût cognitif ainsi ébauché s'applique potentiellement à l'interaction du dirigeant avec l'ensemble des parties prenantes. Par la suite, nous allons cependant plus modestement focaliser notre effort d'analyse sur la relation entre dirigeants et actionnaires. Comme le lieu privilégié d'interaction entre le dirigeant et les investisseurs sont les instances de gouvernance, c'est à travers ces dernières que les actionnaires sont susceptibles de jouer

leur rôle cognitif, au-delà du seul rôle disciplinaire. Ainsi, le conseil d'administration peut, dans certains cas, être considéré comme un lieu d'échange et de discussion où des administrateurs compétents sont en mesure de peser sur les capacités managériales du dirigeant (*mentoring*) et où le débat permet de lever certains désaccords quant à l'intérêt de la stratégie à poursuivre (conviction). La capacité à jouer un tel rôle cognitif n'est cependant pas indépendante de la nature des investisseurs intervenant dans les mécanismes de gouvernance. Au contraire, force est de constater l'hétérogénéité des différents types d'investisseurs quant à leur capacité à reconnaître la valeur intrinsèque d'une connaissance plus ou moins tacite[10].

A l'instar des coûts d'agence, les coûts cognitifs sont susceptibles d'influencer le prix des actions pouvant être obtenu lors d'une ouverture du capital. Pour la théorie fondée sur les ressources, le travail de Barney (1986), notamment, permet de mieux saisir l'impact des aspects cognitifs sur le coût du financement et, donc, *ceteris paribus* sur le potentiel de création de valeur. En fait, pour cet auteur, l'accès à des ressources financières à des conditions permettant la création de rentes dépend essentiellement d'imperfections au sein du marché des capitaux, et ces imperfections sont de nature cognitive.

Ainsi, la théorie fondée sur les ressources est potentiellement porteuse d'une meilleure compréhension de la relation entre politique de financement et création de valeur. Il y a, en effet, création de valeur lorsque les flux de liquidité sécrétés par une entreprise excèdent le coût du capital. La théorie financière néo-classique nous enseigne que le coût du capital est essentiellement fonction du risque, et que ce coût peut être évalué à l'aide du Médaf. Or, ce modèle suppose un monde probabilisable et exclut, donc, l'incertitude (au sens de Knight). Levant cette hypothèse restrictive et en nous inspirant de Charreaux (2002b), nous soutenons

[10] On peut ainsi supposer que les capacités cognitives de l'actionnariat relativement indifférencié de la grande firme au capital dispersé (Berle et Means, 1932) sont relativement rudimentaires. Kogut et Zander (1992/1997, p. 309) sont relativement explicites à ce sujet : « [...] public firms are required to report data to shareholders in a common format so as to facilitate analysis and appraisal. For the objective of public dissemination, information is standardized and released in order to be *understood at minimal cost* to those with the *requisite training*. » (nos italiques). Il en ressort que la compréhension a un coût et que ce dernier dépend notamment de la formation des acteurs concernés.

l'idée selon laquelle un des déterminants du coût du capital est le coût cognitif, jusqu'ici ignoré par la théorie financière, différent dans sa nature du coût lié au risque[11]. A l'instar des coûts d'agence managériaux (Jensen et Meckling, 1976), les coûts cognitifs s'expliquent par l'ouverture du capital à des actionnaires externes et se matérialisent dans un prix de vente des actions inférieur à leur valeur perçue par le dirigeant-fondateur. Contrairement aux coûts d'agence managériaux, les coûts cognitifs ne trouvent pas leur origine dans les conflits d'intérêts objectifs entre le dirigeant et les actionnaires externes, mais dans les divergences au niveau de leurs structures mentales respectives. Plus l'appréciation que porte un bailleur de fonds externe sur le potentiel de création de valeur d'un projet diverge de celle de l'entrepreneur, plus le coût du capital sera vraisemblablement élevé, traduisant ainsi un coût cognitif élevé. C'est dans un tel contexte de divergences cognitives potentiellement élevées qu'on devrait observer des mécanismes de gouvernance mettant l'accent sur la fonction cognitive et réduisant ainsi le coût global.

1.3. Le poids respectif des aspects cognitif et disciplinaire : ébauche d'un cadre dynamique

Les développements précédents montrent que la création de valeur est tributaire d'un ensemble de variables relevant de deux domaines différents, celui de la discipline d'un comportement potentiellement opportuniste et celui de la cognition qui est potentiellement source d'une construction d'opportunités d'investissement inédites mais également de coûts cognitifs. La tradition de la théorie positive de l'agence a essentiellement étudié les aspects disciplinaires liés à la séparation des fonctions de propriété et de gestion dans des entreprises d'une grande complexité caractérisées par un actionnariat diffus (Fama et Jensen, 1983). En fait, dans le schéma initial de la théorie de l'agence, l'ouverture du capital à des actionnaires

[11] En effet, le coût cognitif ne trouve pas sa source dans le risque, mais dans l'incertitude radicale au sens de Knight (1921).

extérieurs permet de créer de la valeur, car elle ouvre à l'entrepreneur la possibilité de saisir des opportunités d'investissement connues mais non accessibles en raison de ses contraintes budgétaires (Jensen et Meckling, 1976). En même temps, cette ouverture du capital accroît les conflits d'agence et les coûts qui en résultent, et l'optimisation de la valeur nécessite la gestion des conflits d'agence grâce à un ensemble de mécanismes disciplinaires. Les théories cognitives insistent, au contraire, sur les compétences propres à différentes organisations pour expliquer leur capacité à développer et à soutenir un avantage compétitif durable. Ici, la principale source de création de valeur n'est pas la mise à disposition d'une ressource financière relativement indifférenciée pour saisir des opportunités données de manière exogène sous le regard vigilant d'une gouvernance disciplinaire, mais la construction d'une vision originale des opportunités et sa mise en application (Witt, 1998) ainsi que le développement d'un savoir-faire managérial et organisationnel spécifique (Kogut et Zander, 1992). Il y a simplement des choses que tout le monde ne sait pas faire, même avec la meilleure volonté du monde. L'identité des acteurs associés au processus de création de valeur ainsi que les principes qui régissent la combinaison de leurs contributions[12] revêtent alors une importance cruciale (de La Ville, 2001).

L'importance de ces différentes variables – disciplinaires et cognitives – dans le processus de création de valeur est susceptible de changer avec le temps, en fonction, notamment, du stade de développement d'une entreprise et de son secteur d'activité. Ainsi, concernant les entreprises en phase de démarrage, les spécialistes du capital risque considèrent que l'identité des bailleurs de fonds et leurs compétences spécifiques sont bien plus importantes que le montant des capitaux échangés[13]. Ceci est révélateur d'un enjeu

[12] Concernant, par exemple, la combinaison des ressources et compétences spécifiques d'une *start-up* avec celles d'un capital-risqueur en vue de créer de la valeur, les mécanismes de gouvernance régissant l'interaction de ces partenaires peuvent être interprétés comme des « *organizing principles* » au sens de Kogut et Zander (1992/1997, p. 314). C'est-à-dire que la combinaison de l'expertise fonctionnelle de l'équipe dirigeante avec celle de l'investisseur est possible grâce au développement d'un langage commun et d'un certain nombre de principes de coordination.

[13] « [i]t is far more important *whose* money you get than how much you get or how much you pay for it » (Bygrave et Timmons, 1992, p. 208, cités dans Hsu, 2004, p. 1806).

cognitif particulièrement prononcé dans le cas de la jeune entreprise innovante. A l'inverse, ce sont surtout les grandes entreprises « établies » au capital largement ouvert et appartenant à des secteurs à maturité, pour lesquelles les coûts d'agence et les problèmes de discipline sont susceptibles d'être les plus aiguës (Jensen, 1993, p. 868).

Ce qui change avec le stade de développement d'une entreprise, c'est notamment la nature des connaissances liées au projet de création de valeur et à sa mise en œuvre. Ainsi, les innovations en matière de haute technologie sont particulièrement marquées par le caractère tacite des compétences clés nécessaires à leur développement, dans un environnement incertain. Comme les connaissances tacites sont par définition difficiles à transmettre, les incompréhensions entre parties prenantes sont potentiellement significatives pour les jeunes pousses de la haute technologie. Nous pouvons donc supposer que c'est le type de connaissances, selon, notamment, leur caractère plus ou moins tacite, qui se trouve à la base des difficultés à surmonter certaines divergences entre les structures cognitives des acteurs. Et plus ces difficultés sont importantes, plus les coûts cognitifs sont élevés. Pour illustrer ce propos, nous nous appuyons sur la typologie des différentes catégories de connaissance adoptée par Aoki[14] (2001, p. 310-314). Ce dernier s'en sert, en effet, pour expliquer la présence de différents types d'actionnaires dans le capital des entreprises aux divers stades de leur développement. Suivant ce schéma, nous pouvons supposer que c'est en grande partie en raison de leurs caractéristiques cognitives propres que les acteurs, respectivement, du capital risque et du marché boursier interviennent typiquement à différents stades dans le développement d'une entreprise, les derniers éprouvant *a priori* plus de difficultés que les premiers à assimiler une connaissance non codifiée.

[14] Aoki construit une taxonomie de différentes formules de financement et s'appuie pour cela sur le concept de « connaissance tacite » initialement proposé par M. Polanyi (1966). La connaissance tacite s'oppose à la connaissance codifiable en ce qu'elle concerne des choses que l'on sait et maîtrise sans être en mesure de les articuler explicitement. Elle est relativement inaccessible pour un investisseur sans compétences spécifiques, ce qui explique que la communication financière mise en œuvre par une entreprise cotée implique un travail de

Des coûts cognitifs sont, en fait, susceptibles d'apparaître dans la relation entre un dirigeant et ses actionnaires dans le cas d'une incompréhension mutuelle concernant les meilleures opportunités à saisir et la façon de les exploiter (Conner et Prahalad, 1996, p. 483[15]). Il est dans la nature de toute connaissance véritablement tacite d'être difficile, voire impossible, à communiquer à des tiers. Par conséquent, dans le cas d'une entreprise dont le principal avantage compétitif réside dans sa connaissance tacite, les divergences cognitives entre le dirigeant et les actionnaires sont potentiellement fortes, et le coût pour les surmonter est potentiellement élevé. Il existe cependant une catégorie spécifique d'actionnaires professionnels, à savoir le capital risque spécialisé dans le financement des jeunes entreprises, qui a développé des routines (ou compétences) spécifiques en matière de gouvernance lui permettant de gérer les conflits cognitifs à un coût relativement peu élevé. Ces routines concernent notamment le processus de sélection parmi les multiples demandes de financement adressées au capital-risqueur, ainsi que la politique de recrutement des collaborateurs poursuivie par les spécialistes du capital risque. La sélection *ex ante* - et *ad interim,* lorsqu'il y a différents tours de table successifs - des dossiers, permet au capital-risqueur de maximiser la probabilité d'intervenir uniquement dans des entreprises dont les orientations convergent avec sa propre appréciation des meilleures opportunités dans des secteurs aux standards émergents (et, donc, encore incertains) (Aoki, 2000). La mise en œuvre de la procédure de sélection peut être considérée comme une manifestation concrète d'un coût cognitif *ex ante*. Elle se justifie cependant par sa capacité à réduire le potentiel de coûts cognitifs *ex post*. La politique de recrutement des capital-risqueurs vise essentiellement à se doter d'une ressource humaine disposant de compétences technologiques et d'expériences industrielles propres aux domaines d'intervention privilégiés. Grâce à ses recrutements, l'entreprise de capital-risque se

---

codification de la connaissance (prospectus boursiers, etc.). Le financement par le marché (*arm's length*) se nourrit donc essentiellement de connaissances codifiables, à l'inverse du financement par un capital-risqueur.

[15] « [...] truthful individuals honestly may disagree about the best present and future course of action for their business activities. Or, the parties may possess different mindsets generally. Discord fundamentally derives from personal knowledge that cannot be communicated fully to others at the time of the disagreement. »

donne donc les compétences nécessaires pour accélérer au maximum les processus de résolution des conflits cognitifs persistants. Ces développements nous permettent de formuler la proposition 1.

Proposition 1 : Toutes choses égales par ailleurs, les coûts cognitifs d'une jeune entreprise de haute technologie sont plus élevés en présence d'un actionnariat aux compétences indifférenciées qu'en présence d'un capital-risqueur doté de compétences spécifiques.

Au cours de l'interaction entre la jeune entreprise et le capital-risqueur, ce dernier accumule de l'expérience[16] et sa compréhension, initialement très « intuitive », des schémas de raisonnement à la base du projet d'entreprise ainsi que des compétences clés de la *start-up* s'approfondit. De cette façon, la connaissance spécifique de l'entreprise financée devient pour lui de plus en plus « manifeste ». L'intensité des communications entre un bailleur de fonds compétent et une entreprise en développement tend ainsi à réduire les coûts cognitifs. Ces communications ont lieu, entre autres, au sein d'instances comme le conseil d'administration.

En fait, dans la mesure où la communication entre entrepreneur et investisseur n'est pas à sens unique, il en résulte vraisemblablement un apprentissage réciproque. C'est-à-dire que la réduction progressive d'éventuels conflits cognitifs ne résulte pas d'un rapprochement unilatéral de la structure mentale de l'investisseur vers celle de l'entrepreneur, mais également d'un changement des connaissances et capacités managériales possédées par l'équipe

[16] Traditionnellement, la recherche financière s'est peu intéressée à l'hétérogénéité et à l'aspect dynamique des capacités cognitives des investisseurs. Une exception récente notable est le travail de Noe, Rebello et Wang (2003), qui s'inspire très explicitement de la théorie évolutionniste de Nelson et Winter (1982). Y figurent les réflexions suivantes : « [...] real-world financial institutions develop experience dealing with specific contract forms. Because of this experience, they develop pricing expertise for specific contracts [...]. In this way, a specific knowledge base grows up around each financial contract [...]. This expertise is not easily transferable to other contracts, leading intermediaries to specialize in a limited range of contracts. » (p. 946). Ou encore : « [...] investors can be endowed with varying learning capacities. » (p. 970). « [...] some investors might enter the market only after others have had an opportunity to learn. » (p. 972).

dirigeante[17]. On peut dire que l'entreprise en développement acquiert, à son tour, une connaissance approfondie des exigences de ses bailleurs de fonds et est ainsi en mesure de développer des routines (ou compétences) spécifiques liées à l'interaction avec ceux-ci, de façon à réduire davantage les éventuelles divergences cognitives. Cet apprentissage mutuel est facilité par une approche de la gouvernance explicitement tournée vers le *mentoring*, permettant de surmonter d'éventuelles résistances au changement.

Proposition 2 : L'expérience de l'interaction de l'entreprise en développement avec ses premiers investisseurs à travers les mécanismes de gouvernance conduit à un rapprochement réciproque des connaissances et, donc, à une réduction du coût cognitif.

Le processus d'apprentissage mutuel précédemment ébauché aura tendance à réduire progressivement la nature tacite de certaines connaissances de l'entreprise au cours de son développement. Avec l'aide des premiers investisseurs, celle-ci sera ainsi en mesure de codifier une partie de ses connaissances sous forme, par exemple, d'un prospectus d'introduction en bourse. Or, en présence d'une connaissance codifiée, les coûts cognitifs peuvent être supposés peu élevés. Pour financer le développement au-delà d'une certaine taille, l'ouverture du capital à un actionnariat plus large sans compétences différenciées en matière de gestion de conflits cognitifs devient alors possible. En revanche, la multiplication des actionnaires intensifie potentiellement les problèmes d'agence traditionnels (Jensen et Meckling, 1976), et les facteurs disciplinaires acquièrent une place centrale dans l'explication du lien entre gouvernance et création de valeur.

Proposition 3 : La maturation de l'entreprise réduit les coûts cognitifs et conduit, simultanément, à un renforcement des coûts d'agence managériaux traditionnels.

[17] Dans une étude empirique portant sur les *start-ups* de la Silicon Valley, Hellmann et Puri (2002) montrent que les capital-risqueurs contribuent significativement à la « professionnalisation » des jeunes entreprises financées.

La figure 1, adaptée d'après Aoki (2001), synthétise les développements précédents.

Figure 1 - *Types de connaissance et importance du coût cognitif engendré par une incompréhension mutuelle entre dirigeant et actionnaires externes*

Connaissance	**manifeste**	**latente**
codifiable	***Coût cognitif :*** peu élevé (grâce au travail de codification entrepris par le capital-risqueur) ; possibilité d'une ouverture plus large du capital (entraîne augmentation des ***coûts d'agence managériaux***). ***Mécanismes de gouvernance***: disciplinaires (conseil d'administration indépendant, *proxy contests*, prises de contrôle). ↑	
tacite	***Coût cognitif*****:** potentiellement élevé. ***Mécanismes de gouvernance*** permettant de gérer le coût cognitif : routine de sélection *ad intérim* ; conseil d'administration composé d'administrateurs aux compétences distinctives. ←	***Coût cognitif*****:** potentiellement très élevé (sauf pour des actionnaires dotés de compétences spécifiques à l'instar des capital-risqueurs). ***Mécanisme de gouvernance*** permettant de gérer coût cognitif : routine de sélection *ex ante.*

Source : adapté d'après Aoki (2001), p. 312.

N.B. Les flèches symbolisent le passage d'un stade de développement à un autre. Nos propositions théoriques recouvrent, en effet, trois phases, correspondant aux trois quadrants renseignés du schéma ci-dessus, dans l'ordre indiqué par les flèches : 1. stade initial ou de lancement (proposition 1), 2. stade d'interaction avec les premiers investisseurs et apprentissage mutuel (proposition 2), 3. stade de maturation de l'entreprise caractérisé par l'exploitation d'une technologie bien établie (proposition 3).

Les flèches retracent la dynamique temporelle[18] d'une jeune entreprise de haute technologie au fur et à mesure de sa maturation. Il en ressort que le poids respectif des coûts cognitifs et des coûts d'agence managériaux (au sens traditionnel du terme) évolue au cours du temps. Les différents stades de développement appellent donc différents types de compétences de la part des actionnaires soucieux d'optimiser la création de valeur. Notamment, leur utilisation des mécanismes de gouvernance à travers lesquels ils peuvent influencer le comportement des dirigeants dépendra de leurs compétences spécifiques. Tantôt la gouvernance peut servir de levier à la résolution des conflits cognitifs en vue de la création d'opportunités nouvelles, voire d'interface pour l'injection de capacités organisationnelles et managériales, tantôt elle sert de mécanisme de surveillance pour assurer l'exploitation optimale d'un ensemble d'opportunités connues.

2. Application au cas Air Liquide

Apprécier la plausibilité du cadre théorique précédemment ébauché exige l'étude de la dynamique des différents coûts d'agence et des mécanismes de gouvernance associés aux différents stades de développement d'une entreprise. Pour le choix d'un terrain d'étude, il en découle la nécessité de repérer un cas, pour lequel l'on peut disposer d'un recul historique suffisant, de façon à permettre l'étude des changements dans l'approche de la gouvernance, à partir du moment de la création, marqué par une forte incertitude technologique, jusqu'au stade de la grande firme à la Berle et Means. Le premier demi-siècle d'existence de L'Air Liquide répond précisément à ces exigences, cette entreprise étant par ailleurs caractérisée par la disponibilité de données historiques de qualité (Jemain, 2002 ; Petit-Konczyk, 2003). L'intérêt du cas réside également dans le fait qu'au cours de son développement la structure

[18] Précisons que la notion du temps retenue dans cette approche fait appel à un temps « théorique » plutôt que « physique ».

du capital de l'entreprise évolue d'un actionnariat initialement très fortement marqué par un profil de compétences particulières (des ingénieurs dans leur quasi-intégralité)[19] vers un actionnariat très fortement dispersé aux compétences indifférenciées. *A priori*, il s'agit donc d'un cas qui réunit les conditions nécessaires pour voir se succéder coûts cognitifs et coûts d'agence managériaux, avec des implications fortes pour les mécanismes de gouvernance privilégiés. D'un point de vue méthodologique, la sélection du cas obéit donc à des critères théoriques (Eisenhardt, 1989, p. 533)[20], le but n'étant pas de procéder à un échantillonnage aléatoire mais, au contraire, de retenir volontairement un « cas critique » (Yin, 1994, p. 38-44) par rapport aux mécanismes étudiés. En procédant de cette manière, l'objectif recherché n'est pas la possibilité de généraliser les résultats à une population plus large au sens statistique du terme. On vise, à la place, ce que Yin (1994) appelle la « généralisation analytique ». C'est-à-dire que la portée du cas dépasse son contexte immédiat par le rattachement des résultats à un débat théorique plus large, dont les schémas explicatifs peuvent potentiellement être répliqués dans d'autres cas ultérieurement. L'histoire d'Air Liquide correspond à un tel cas critique par rapport au cadre conceptuel proposé dans le présent article, dans la mesure où celui-ci concerne les évolutions longues des mécanismes de gouvernance tout au long de la maturation d'une entreprise fondée sur une technologie inédite dont la maîtrise repose initialement sur des compétences tacites.

Le cas Air Liquide se caractérise, par ailleurs, par la disponibilité d'un important matériau empirique sous forme de données secondaires. Fonder un travail empirique exclusivement sur l'exploitation d'une histoire de cas antérieurement écrite par d'autres est une stratégie de recherche connue en sciences de gestion (Weick, 1993), bien que peu

[19] Malgré le fait que le capital-risque moderne en tant que profession organisée soit apparu bien après l'époque de la création de L'Air Liquide (Gompers et Lerner, 2000, p. 21, localisent l'origine de la profession en 1946), Petit-Konczyk (2003) parvient à la conclusion que les modalités de l'engagement des premiers actionnaires en font, dans ce cas, d'authentiques capital-risqueurs.

[20] Pour cet auteur, il est tout à fait souhaitable de « focaliser les efforts sur des cas utiles d'un point de vue théorique, c'est-à-dire ceux qui répliquent ou étendent la théorie en remplissant des catégories conceptuelles » (Eisenhardt, 1989, p. 533).

répandue. Il est alors important de démontrer la validité des sources de données mobilisées par le ou les auteur(s) sur le récit desquels on s'appuie. La présente étude recourt à deux sources de données secondaires[21]. Petit-Konczyk (2003) est un article scientifique publié dans la revue *Finance Contrôle Stratégie*. Son récit se fonde sur une recherche historique rigoureuse ayant rassemblé des données de première main au sein de trois archives, à savoir celles du siège social d'Air Liquide, celles de la Bibliothèque Nationale de France et celles d'Euronext (cf. p. 28). Jemain (2002) est un ouvrage qui retrace en quelques 350 pages l'histoire centenaire du groupe Air Liquide. L'auteur a l'expérience des histoires d'entreprises, ayant déjà publiée celle de Michelin en 1982 et celle de Peugeot en 1987. Sa narration de l'histoire d'Air Liquide s'appuie, entre autres, sur les archives Georges Claude conservées par Robert Boizard et celles de l'Académie des sciences, complétées par une étendue revue de la presse (cf. p. 349-350). On peut donc considérer que la multiplicité des sources interrogées (triangulation) par les deux écrits qui alimentent l'analyse du présent article assure une certaine validité aux données secondaires.

Vieille de plus de 100 ans, L'Air Liquide est née dans le contexte de la deuxième révolution industrielle, dans un environnement marqué par l'innovation rapide. Sa création est due à l'initiative d'un ingénieur visionnaire, Georges Claude, qui se heurte initialement, comme beaucoup de jeunes entrepreneurs de haute technologie, à la difficulté de lever les fonds nécessaires pour la réalisation du projet qu'il porte. Ce dernier consiste à produire de l'oxygène pur en grande quantité à partir d'un procédé de liquéfaction d'air. La réalisation du projet passe, dans un premier temps, par la conception d'un prototype.

La prochaine étape sera la mise au point d'un appareil industriel, permettant la production à grande échelle. Or, cette mise au point se heurte à de nombreux problèmes techniques, qui ne seront à terme surmontés qu'au prix de la très forte implication personnelle de Georges Claude, qui dort même sur place. Dans l'intervalle, la recherche d'une solution est

[21] Contrairement à Weick (1993), dont le matériau empirique est un seul livre.

gourmande en capitaux, et plusieurs augmentations de capital seront nécessaires. Le grand public recule cependant devant les fortes incertitudes liées au projet, ce qui fait que les augmentations de capital sont largement sous-souscrites[22]. C'est le 23 avril 1905 que le travail de G. Claude est enfin couronné de succès et que l'oxygène sort en continu de l'installation qu'il vient de mettre au point.

Démarre alors la phase d'exploitation à grande échelle du procédé. Les investissements nécessaires à la poursuite de la stratégie d'expansion nécessitent à nouveau des fonds, mais cette fois, les dirigeants de la société n'ont aucun mal à convaincre un actionnariat très large. L'augmentation de capital du printemps 1906 se fait sans difficultés (Jemain, 2002, p. 37). A partir de cette année-là, le nombre de souscripteurs qui avait eu tendance à stagner entame une croissance fulgurante pour chaque nouvelle levée de fonds. De 16 au moment de l'augmentation de capital de 1905, il passe à 78 en 1908[23], puis à 1.380 pour celle de 1913, date qui correspond à l'introduction sur le marché officiel de la bourse de Paris. A la fin de ce processus, le capital se trouve très largement dispersé[24].

Au fil du temps, les fondateurs voient progressivement leur contrôle du capital diminuer, tout en maintenant une emprise forte sur le destin de leur société à travers le conseil d'administration, dont la structure affiche d'abord une remarquable stabilité, malgré les modifications très fortes de la structure du capital.

Le processus de croissance est perturbé par les deux conflits mondiaux. Après la seconde guerre mondiale, c'est Jean Delorme, le fils de Paul, qui prend les rênes de la société, à laquelle il évite la nationalisation grâce au nombreux contacts politiques que lui vaut son

[22] Dans ce cas, ce sont clairement les problèmes cognitifs, et non pas le cadre juridique, comme pourraient le supposer les tenants de l'approche de La Porta et *al*. (LLSV), qui empêchent le financement sur le marché des capitaux. La suite des analyses contient des preuves supplémentaires, car un tel financement devient possible relativement peu de temps après, sans que la France ait changé de famille légale.

[23] Selon Petit-Konczyk (2003), cette date correspond à la première citation des actions de L'Air Liquide à la Coulisse, qui était le marché *over the counter* (OTC) de l'époque.

[24] La figure 9 de Petit-Konczyk (2003, p. 46) retrace l'évolution de la structure du capital. Il en ressort que les ingénieurs, qui détenaient plus de 80% du capital en 1903, en détiennent moins de 10% en 1912, alors que la part du flottant est passée à plus de 70% dans le même intervalle.

implication dans la résistance pendant la guerre. Cet homme, dont le règne se caractérise par un style autocratique, consolide ce qui reste du groupe après la guerre et se met à continuer l'expansion internationale.

Au début des années 1950, un événement vient cependant profondément bouleverser les relations du dirigeant avec ses actionnaires. C'est l'affaire de la Société des produits peroxydés qui éclate et qui conduit à la révolte d'une partie significative de l'actionnariat. Regroupés au sein d'une association, appelée le GRAAL, les actionnaires reprochent en effet à Jean Delorme et quelques amis de s'être personnellement enrichis au détriment des actionnaires dans le cadre d'une opération de fusion. Lors de l'assemblée générale extraordinaire, Jean Delorme réussit à résister, mais l'affaire laisse des traces. Les événements auront ainsi profondément bouleversé l'approche de L'Air Liquide en matière de gouvernance, en reconnaissant notamment un réel pouvoir de sanction aux actionnaires en cas de conflits d'intérêts.

Après ce survol chronologique des événements, nous allons plus spécifiquement confronter l'histoire du premier demi-siècle d'existence de L'Air Liquide au cadre théorique développé plus haut. Pour ce faire, nous avons tenté d'apprécier la plausibilité d'une lecture des événements tels que décrits dans les deux récits historiques du cas Air Liquide (Jemain, 2002 ; Petit-Konczyk, 2003) à travers un schéma processuel directement dérivé du cadre théorique. Faisant cela, nous avons suivi les recommandations de Wirtz (2000, p. 132), qui propose une méthode graphique d'aide à l'interprétation pour l'analyse des données processuelles en matière de gouvernance[25]. Concrètement, le schéma graphique utilisé pour l'analyse du cas Air Liquide était constitué d'un axe de temps (horizontal), croisé avec les principales catégories conceptuelles (axe vertical) issues du cadre théorique (type de connaissances, coûts d'agence, types d'actionnaires, mécanismes de gouvernance). Ce schéma

[25] Concernant l'utilisation d'une méthode graphique pour l'analyse des données en matière de processus stratégiques, voir également Langley (1997).

a été progressivement rempli et affiné lors de la lecture des données qualitatives. Les principaux résultats se trouvent résumés dans la figure 2.

Il est, en fait, possible d'identifier trois périodes, de longueur inégale, caractérisées par des différences dans l'état des connaissances liées au projet industriel de l'entreprise. Ainsi, la phase initiale est celle d'une connaissance tacite et seulement latente (2.1.). Dès la réalisation du prototype, la connaissance des ingénieurs de L'Air Liquide devient manifeste, tout en restant largement tacite en ce qui concerne les compétences requises pour la mise au point d'une installation industrielle (2.2.). Avec la stabilisation de la technologie, la connaissance devient codifiable et son intérêt plus facilement compréhensible pour un large public d'investisseurs. L'ouverture du capital augmente cependant le potentiel de conflits d'agence et les mécanismes de gouvernance privilégiés mettent, à terme, l'accent sur des aspects disciplinaires (2.3.).

2.1. Aux origines de L'Air Liquide : incertitudes et connaissance latente de Georges Claude

L'Air Liquide naît dans un contexte d'évolution rapide des technologies et d'incertitude. La perception des opportunités qui vont, à terme, révolutionner les industries et permettre à ceux qui les saisissent d'acquérir un avantage concurrentiel est loin de s'imposer à l'ensemble des agents économiques comme une évidence. Au contraire, elle est le fait de l'imagination de personnes qu'une structure particulière des connaissances, fruit de leur formation et de leur expérience personnelles, laisse concevoir des opportunités, là ou d'autres ne voient rien. Dans le cas de L'Air Liquide, la construction d'une opportunité de création de valeur à travers la mise au point d'un procédé de liquéfaction d'air innovant est guidée par la vision d'un homme, Georges Claude.

« Une *idée fixe*, avoue Claude, à laquelle *il croit* 'dur comme fer'. » (Jemain, 2002, p. 24, nos italiques).

Au premier stade du projet, cette « idée fixe » se dessine cependant sous des contours encore relativement flous. De ce fait, elle désigne une connaissance encore largement émergente et, donc, seulement latente, pour employer les termes de la taxinomie d'Aoki (2001). En témoigne le fait que la concrétisation du projet par G. Claude, indépendamment des besoins financiers, prend du temps et rencontre des obstacles techniques. L'inventeur ne parvient à concevoir un prototype permettant d'aboutir au résultat escompté qu'au prix d'un long travail d'expérimentation, parsemé d'incertitudes. Il se heurte à des difficultés concernant, notamment, le maintien de l'air comprimé à une certaine température (Jemain, 2002, p. 28). Le porteur d'un tel projet relevant davantage d'une vision qui reste à concrétiser plutôt que d'une connaissance manifeste se voit inévitablement confronté à un problème d'asymétrie de connaissances dans l'effort de lever des fonds. Une asymétrie importante entre ses propres connaissances et celles des investisseurs potentiels risque en effet d'induire un coût cognitif prohibitif.

C'est ainsi que ce n'est pas un hasard si les premiers investisseurs sollicités sont des personnes qui, par leur formation et leur expérience professionnelle, sont susceptibles de comprendre plus facilement que d'autres l'intérêt des idées de G. Claude. Conformément à la proposition 1, des ingénieurs, dont les compétences spécifiques signifient en principe un niveau de coûts cognitifs relativement faible, se trouvent être les premiers actionnaires, comme en témoigne le récit suivant.

« [L]a construction d'un prototype, *phase d'incertitude* technologique *extrême*, est financée principalement par les ingénieurs dont les connaissances scientifiques leur permettent d'évaluer les chances de réussite du projet : en 1902, sur les 500 actions ordinaires, 88% d'entre elles sont souscrites par 13 ingénieurs auxquels s'ajoutent deux personnalités scientifiques, membres de l'Institut. » (Petit-Konczyk, 2003, p. 37, nos italiques).

Un coût cognitif élevé, fondé sur le caractère à la fois tacite et latent des connaissances de G. Claude, rend donc l'accès à des capitaux en provenance d'investisseurs sans compétences technologiques particulières difficile, voire impossible. L'ampleur d'un tel coût

cognitif se ressent notamment dans l'importante contribution du professeur d'Arsonval, qui, en mettant en balance sa légitimité scientifique, permet manifestement d'affaiblir les doutes de certains.

« Il a d'ailleurs fallu toute l'autorité de l'illustre professeur [...] pour que le capital soit rassemblé. Et que l'on fasse confiance à cet hurluberlu qui veut 'liquéfier l'air, distiller de l'air liquide, baser une industrie là-dessus' » (Jemain, 2002, p. 28).

Notons que le conseil d'administration, instance de gouvernance par excellence, est lui aussi exclusivement composé d'ingénieurs (Petit-Konczyk, 2003, p. 47), de façon à pouvoir jouer un rôle cognitif. C'est-à-dire qu'il rassemble les compétences permettant aux actionnaires d'apprécier la probabilité de succès aux différents stades d'avancement du projet. C'est également cette logique qui semble prévaloir dans le fonctionnement de l'assemblée générale, comme en témoigne le passage suivant. Il décrit un moment critique de la jeune entreprise, confrontée à des problèmes techniques importants qui, pendant un moment, menacent sa pérennité.

« Mais Claude bute sur de nouvelles difficultés. Il n'arrive pas, en particulier, à maintenir l'air comprimé à la température de – 190 °C. Une *assemblée générale* est, *en désespoir de cause*, décidée pour le 26 mai 1902 afin de prononcer la dissolution de la malheureuse société. » (Jemain, 2002, p. 28, nos italiques).

C'est d'ailleurs précisément dans ces circonstances que G. Claude trouve l'idée lui permettant enfin d'obtenir un résultat probant.

« Le 25 mai – qui est un dimanche – au petit matin, Claude s'acharne. 'Il n'est pas de jour férié qui tienne en de telles circonstances', écrira-t-il dans ses mémoires. Le miracle se produit. 'L'idée de la liquéfaction sous pression m'apparaît brusquement, sans doute due à quelque éclair illuminant une cervelle surexcitée.' » (Jemain, 2002, p. 28).

Grâce à cette idée, l'inventeur apporte des modifications à sa machine qui commence, effectivement, à produire un filet de liquide bleu. Du coup, la dissolution de la société en participation n'est plus à l'ordre du jour, mais les associés décident, au contraire, de la transformer en société anonyme, ouvrant ainsi la voie à des levées de fonds supplémentaires.

2.2. Le démarrage : connaissances manifestes et tours de table successifs

Claude ayant effectivement réussi à produire de l'oxygène liquide, sa connaissance, seulement latente à l'origine et relevant plus d'une vision aux contours larges que d'un savoir-faire concret, devient « manifeste ». Cela se traduit dans une note rédigée à l'attention de l'Académie des sciences. « Ce qui permet de soutenir la confiance des actionnaires » (Jemain, 2002, p. 34). Sans doute, on pourrait également dire : *la foi des actionnaires*. Le fait de faire la preuve, devant la communauté scientifique, de l'existence d'une connaissance « manifeste » a donc ici comme effet une réduction du conflit cognitif potentiel entre les fondateurs et leurs premiers actionnaires, qui pourraient autrement cesser de croire en l'intérêt des opportunités industrielles construites par Georges Claude.

A ce stade, la connaissance reste cependant largement tacite, dans la mesure où la possibilité de son exploitation industrielle à grande échelle est encore marquée par l'incertitude et dépend de l'implication personnelle de Georges Claude dans la mise au point des outils. Ce dernier divulgue d'ailleurs le moins possible les détails de son travail de réglage[26]. Ainsi, depuis la communication à l'Académie des sciences, l'existence du procédé est désormais connue par un public plus large, mais sa maîtrise est très loin d'être connaissance commune, car elle s'acquiert par Claude par accumulation d'expérience au cours d'un effort soutenu d'expérimentation. Ainsi, bien qu'on soit à ce stade en présence d'une connaissance manifeste, cette dernière reste tacite. Par conséquent, l'ouverture du capital au-delà d'un cercle de fidèles se heurte vraisemblablement à des coûts cognitifs encore importants subis par un actionnariat anonyme, comme en témoigne la sous-souscription de deux augmentations de capital lancées successivement en 1904 et 1905 (Jemain, 2002, p. 35).

[26] « L'ingénieur, toujours hanté par son idée fixe, sort le moins possible de ce 'local fermé', où il dort dans un lit-cage. L'entrée en est rigoureusement interdite. Il faut un papier cosigné par deux administrateurs pour y avoir accès. On craint l'espionnage. » (Jemain, 2002, p. 33).

Ce sont les actionnaires de la première heure qui comblent l'écart, car, ayant directement pu observer les premières réalisations concrètes de la jeune société, ils y voient une confirmation de l'intérêt de la démarche industrielle. L'adhésion croissante des premiers actionnaires au projet ressort notamment du passage suivant, qui concerne un épisode postérieur au succès du premier prototype, et qui souligne, une fois de plus, l'enjeu essentiellement cognitif de la gouvernance à ce stade, conférant une certaine plausibilité à la proposition 2.

« Le 29 octobre [1902], Charles Burton [un ingénieur], l'un des actionnaires, auquel Delorme a demandé un rapport, souligne que le nouveau procédé, en permettant 'la réalisation des hautes températures au moyen de l'oxygène et des très basses températures au moyen de l'air liquide, [...] entraînera une révolution complète dans les grandes industries métallurgiques et chimiques' » (Jemain, 2002, p. 29).

Ce passage confère une certaine plausibilité à la proposition 2, dans la mesure où il indique qu'au fur et à mesure de leur accompagnement de l'entreprise, la compréhension de l'intérêt du projet par les premiers actionnaires s'approfondit. Cet apprentissage progressif jette alors les bases d'une réduction progressive du coût cognitif, aussi bien qu'à partir de 1904, au-delà des ingénieurs, deux « capitalistes » rejoignent l'actionnariat de L'Air Liquide (Petit-Konczik, 2003, p. 37).

Toujours de façon cohérente avec la proposition 2, les actionnaires de la première heure ne sont cependant pas les seuls à être marqués, dans leurs convictions, par le vécu de la phase de démarrage. L'apprentissage est réciproque. Le passage suivant souligne les leçons tirées par le président de L'Air Liquide, Paul Delorme, de l'expérience de son interaction avec les actionnaires participant au tours de table successifs des huit premières années. Cela débouche, en fait, sur une routine de la gestion financière très attentive aux intérêts des actionnaires[27].

« Huit années auront séparé les premières discussions de George Claude et de Paul Delorme [...] et la première distribution d'un dividende. Il n'aura pas fallu moins de huit augmentations de capital. Mais les actionnaires,

[27] Lindsay Owen-Jones parle de « rigueur financière » et d'une « longue tradition de respect de ses actionnaires » (cité dans Jemain, 2002, p. 7).

d'une remarquable fidélité, n'auront plus lieu désormais de regretter leur confiance. De ces débuts précaires, Delorme conservera, pendant toutes ses années de présidence, le sentiment que la société qu'il a créée ne lui appartient pas et qu'il a, par reconnaissance, des devoirs à l'égard de ces intrépides épargnants qui auront été ses plus précieux soutiens. Ni lui ni ses directeurs ne s'autoriseront jamais la moindre note de frais en dehors des billets de voyage payés par la maison. » (Jemain, 2002, p. 37).

On peut d'ailleurs noter que, pendant la période de démarrage, les dirigeants de L'Air Liquide se soumettent à une gouvernance par sélection *ad interim* de la part des actionnaires, de façon cohérente avec le quadrant sud-ouest de la figure 1. Dans Petit-Konczyk (2003, p. 31), on lit ainsi que « [d]e 1902 à 1913, L'Air Liquide réalise annuellement des augmentations de capital comme nous l'indiquent les annuaires des agents de change. Dans les rapports annuels aux actionnaires, les dirigeants précisent : '*nous ne sollicitons pas tous les fonds, au départ, mais régulièrement en fonction des progrès réalisés pendant la mise en route de la société'* » (italiques dans l'original).

2.3. La contestation du GRAAL comme manifestation des conflits d'agence

Après la phase de démarrage, la croissance de L'Air Liquide est financée par un actionnariat de plus en plus dispersé. Selon Petit-Konczyk (2003, p. 39), le nombre d'actionnaires est multiplié par 16 entre 1908 et 1912. Une telle dilution de l'actionnariat a alors comme conséquence de faire émerger un potentiel de conflits d'agence lié à la séparation croissante entre les fonctions de propriété et de gestion au sein de l'entreprise (Berle et Means, 1932 ; Fama et Jensen, 1983). Dans le cas de L'Air Liquide, en dépit d'un potentiel accru de conflits d'intérêts dû à la forte dispersion du capital, plusieurs décennies s'écoulent avant que l'on trouve effectivement une trace d'un problème d'agence concret majeur. Il faut dire que la phase de maturation et d'expansion de l'entreprise est ponctuée par deux guerres mondiales qui amènent leur lot de turbulences et absorbent l'attention des différents protagonistes. Ainsi, compte tenu des circonstances historiques particulières, la

principale problématique de gouvernance chez L'Air Liquide prend un aspect politique, notamment à la fin de la deuxième guerre mondiale où, pendant un certain temps, la question de la nationalisation est clairement posée.

Un important conflit d'agence entre le dirigeant et les actionnaires se manifeste enfin en 1952/53 autour de l'affaire de la Société des produits peroxydés. Cette société est une filiale à 51% de L'Air Liquide avec, comme président, Jean Delorme, également PDG de la société-mère. Jusqu'à la fin de la guerre, les 49% restants sont détenus par des intérêts bavarois et autrichiens. Ces actions sont acquises en 1948 et 1949 par Jean Delorme et quelques proches pour leur propre compte sans en informer le conseil d'administration ou l'assemblée générale de L'Air Liquide. Quelques années plus tard, en 1952, Delorme veut faire absorber la société par sa maison-mère. Or, certains actionnaires s'inquiètent des parités envisagées pour la fusion. Ils reprochent à Delorme de vouloir s'enrichir personnellement au détriment des intérêts des actionnaires de L'Air Liquide.

Ces actionnaires se rassemblent au sein du GRAAL (Groupement des actionnaires de L'Air Liquide), et lancent un mouvement de contestation. A la manière d'une bataille de procurations moderne, ils tentent de convaincre les acteurs de la place financière du bien fondé de leur démarche en donnant massivement de la voix dans les principaux journaux financiers. Et lors de l'assemblée générale de 1953, ils tentent d'obtenir le remplacement du conseil d'administration.

« L'assemblée générale extraordinaire du 5 mars 1953, qui doit entériner la fusion et les parités proposées, s'annonce houleuse. Pour ne rien laisser au hasard, Delorme répète son discours, et sous le contrôle de deux avocats, prépare, à la virgule près, les réponses qu'il fera aux questions qui lui seront inévitablement posées. Il sait que ses adversaires ont déjà réservé la salle Gaveau pour élire début avril un nouveau conseil d'administration. Et, dans la foulée, un nouveau président de L'Air Liquide. [Les contestataires accusent Delorme et ses proches] de s'être approprié indûment un demi-milliard de francs, et il demande[nt] restitution. » (Jemain, 2002, p. 109).

Cette manifestation d'un conflit d'intérêts entre le dirigeant et les actionnaires dans une firme désormais caractérisée par une structure de capital fortement éclatée est cohérente avec la proposition 3. Cette dernière explique, en effet, le passage d'une gouvernance mettant fortement l'accent sur la dimension cognitive à une approche essentiellement disciplinaire. Dans les circonstances précises de l'affaire des peroxydés, l'assemblée générale, en tant que mécanisme de gouvernance, joue le rôle d'une instance de surveillance et de sanction d'un dirigeant prétendument intéressé.

Et même si Delorme l'emporte, de justesse, ces événements influencent, par la suite, durablement l'approche de L'Air Liquide en matière de gouvernance. Une des conséquences directes de la contestation des actionnaires est ainsi la mise en œuvre d'une activité de dédouanement renforcée[28] :

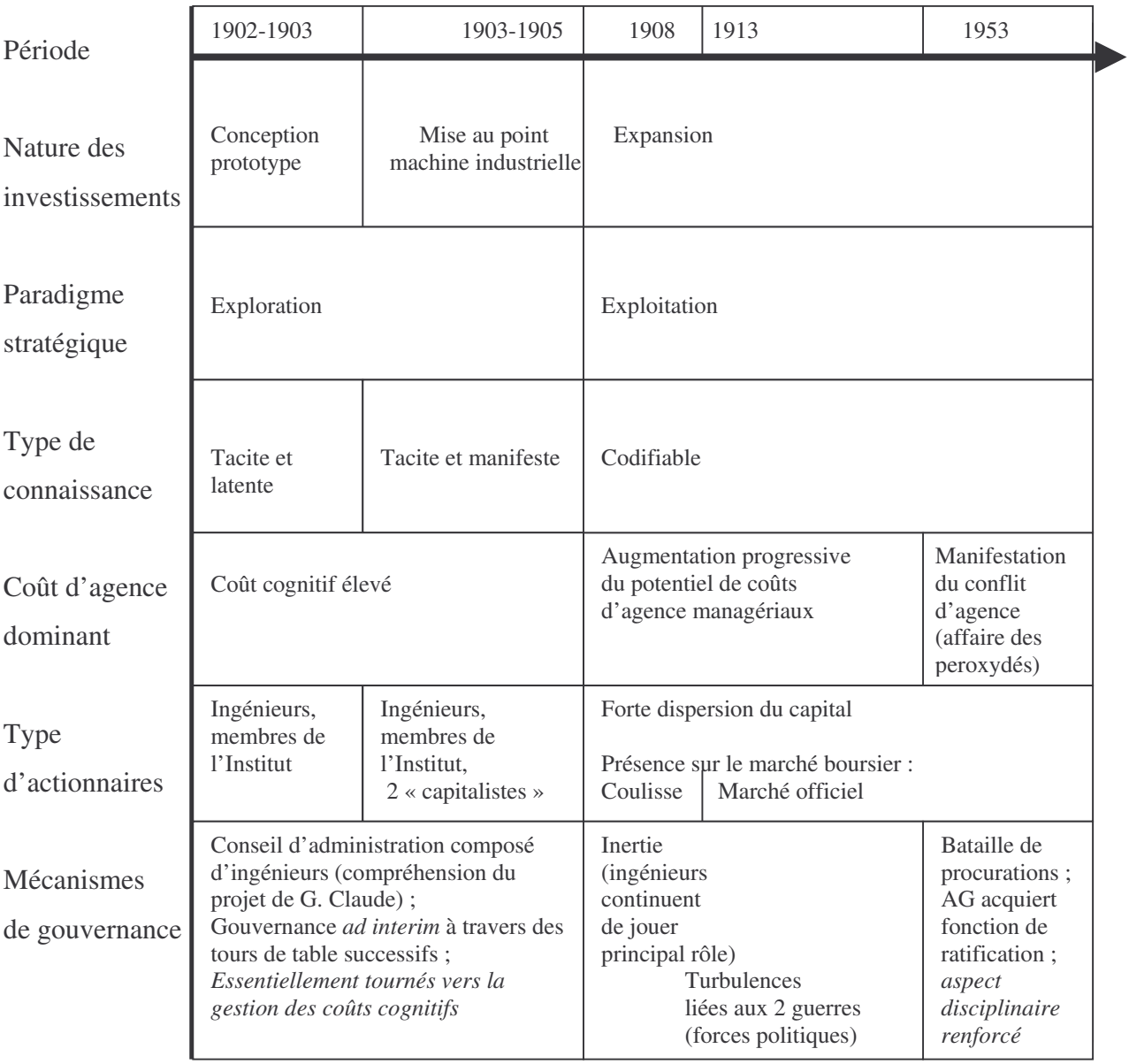
« Quels que soient les frais – considérables – que cela entraîne, L'Air Liquide devra désormais mettre tout en œuvre pour que le quorum des actionnaires présents ou représentés à l'assemblée générale ordinaire soit le plus élevé possible. En tout cas, supérieur à 50% (la loi, à l'époque, n'exige que 25% [...]). Delorme, enfin, s'engage dans une vraie politique d'information de ses actionnaires, probablement sans équivalent à l'époque en France. Il entend que les assemblées générales deviennent de 'véritables chambres d'approbation' d'une gestion que le président, clairement et aussi complètement que possible, aura annoncée. » (Jemain, 2002, p. 111).

La convergence de cette politique séparant clairement les fonctions de proposition et de ratification avec le schéma théorique énoncé par Fama et Jensen (1983) est remarquable. L'augmentation des coûts d'agence suite à la séparation croissante entre la propriété et le pouvoir de direction conduit à l'adoption d'une gouvernance d'essence disciplinaire[29]. Celle-ci procède de la séparation des fonctions de proposition et de mise en œuvre des décisions de gestion (« *decision management* ») d'une part, et de leur ratification et surveillance d'autre part (« *decision control* »).

[28] Rappelons que, selon Jensen et Meckling (1976), le coût du dédouanement est une des trois catégories de coûts d'agence.

[29] Notons cependant que notre cadre théorique ne permet pas d'exclure une éventuelle réapparition des coûts cognitifs à un stade ultérieur, car ces coûts dépendent des phases stratégiques et des connaissances qui les caractérisent.

Figure 2 – *Trajectoire temporelle de la gouvernance chez L'Air Liquide*



Conclusion

Partant du constat de la relative étroitesse de l'explication dominante des mécanismes de gouvernance d'entreprise, traditionnellement représentés comme des réponses efficaces à des problèmes de spoliation des actionnaires, nous reconnaissons, à l'instar de Charreaux (2002a, 2002b), l'intérêt d'une analyse du rôle cognitif joué par les instances de gouvernance dans une optique de création de valeur. Nous pensons que cette approche cognitive de la gouvernance ne doit pas conduire à sacrifier les acquis de l'approche disciplinaire, car

l'actualité financière contemporaine produit régulièrement des exemples de sa pertinence dans certains contextes. Dès lors que l'on accepte l'idée selon laquelle les deux explications (disciplinaire et cognitive) sont complémentaires se pose la question des facteurs de contingence qui permettent de justifier du meilleur dosage de chacune d'entre elles pour la compréhension d'un cas concret.

Dans la présente contribution nous défendons l'hypothèse, selon laquelle le poids respectif des deux logiques explicatives du fonctionnement des mécanismes de gouvernance dépend essentiellement de la nature des connaissances propres à chaque stade de développement d'une entreprise. Ainsi, nous montrons que le caractère tacite des connaissances typique pour une jeune entreprise de haute technologie est théoriquement la cause d'un coût cognitif, qui est d'autant plus important que les compétences des principaux actionnaires se trouvent éloignées de celles de l'instigateur du projet d'entreprise. Dans l'extrême, un coût cognitif prohibitif implique l'impossibilité de lever des capitaux. Dans un tel contexte, une gouvernance conçue pour permettre une médiation entre les connaissances des porteurs du projet d'entreprise et ceux des actionnaires est supposée induire des économies de coûts cognitifs.

L'analyse de l'interaction entre dirigeants et actionnaires à travers les mécanismes de gouvernance, tels le conseil d'administration et l'assemblée générale, tout au long du premier demi-siècle d'existence d'une entreprise comme L'Air Liquide nous permet d'affirmer la plausibilité du cadre théorique proposé. Le cas montre que ce pionnier d'un procédé de liquéfaction d'air connaît une réduction progressive du coût cognitif, initialement très élevé, notamment grâce à la communication étroite entre les porteurs du projet et les premiers actionnaires, quasiment tous des ingénieurs. Cette réduction du coût cognitif ouvre ensuite la voie à un financement de la stratégie d'expansion de L'Air Liquide auprès d'un plus large public d'investisseurs. Il en résulte une forte dilution de la structure du capital conduisant à l'accroissement des coûts d'agence managériaux, conformément aux explications de la TPA.

Le fonctionnement concret des mécanismes de gouvernance s'en trouve profondément modifié, s'inscrivant dorénavant dans une approche à prédominance disciplinaire.

A ce sujet, il convient de noter que la durée du processus d'évolution observé dans ce cas s'avère comme relativement longue. Ainsi, les ajustements dans les mécanismes de gouvernance ne sont pas instantanés. On observe notamment un décalage important entre l'augmentation des coûts d'agence managériaux et les modifications concrètes dans le fonctionnement de la gouvernance susceptibles de réduire ces coûts. Le passage à une approche plus disciplinaire ne s'opère en effet pas de façon instantanée, au moment même où L'Air Liquide prend la forme d'une firme à la Berle et Means. En fait, les mécanismes de gouvernance affichent d'abord une relative inertie. Il faut attendre la manifestation concrète d'un conflit d'intérêts pour que soient mis en place des mécanismes de contrôle et de dédouanement conformes aux hypothèses de la TPA. D'un point de vue méthodologique, ce constat souligne d'ailleurs très fortement l'intérêt des approches historiques. Elles attirent l'attention sur le fait que les dispositifs de gouvernance se construisent dans le temps selon des processus caractérisés par une certaine dépendance de sentier.

Le raisonnement en termes de coûts cognitifs a potentiellement des implications plus larges pour la théorie financière. Il représente, entre autres, une piste *a priori* fructueuse pour mieux comprendre le rôle de l'autofinancement. Ainsi, Lazonick et O'Sullivan (1997) attribuent à ce dernier des vertus en matière de financement des industries dans lesquelles l'apprentissage organisationnel est important. Il semble alors plausible de poser l'hypothèse selon laquelle l'autofinancement implique des coûts cognitifs particulièrement faibles.

L'étude des aspects cognitifs de la gouvernance a par ailleurs des implications normatives. Ainsi, nous assistons actuellement à une prolifération de codes de « meilleures pratiques » en matière de gouvernance, quasi exclusivement enracinés dans une réflexion disciplinaire (Wirtz, 2005). Or, vouloir ériger des pratiques de gouvernance qui relèvent d'une approche très partielle de la création de valeur en standard universel comporte des risques

importants. Ainsi, de façon cohérente, nous semble-t-il, avec le schéma dynamique du présent article, Martinet (2002, p. 60) considère que « [v]u selon la théorie de l'agence [dans son approche financière traditionnelle], l'actionnaire pousse à des stratégies simples, *pertinentes à certains moments de la vie d'une entreprise, simplistes et dangereuses à d'autres*. » (nos italiques).

Bibliographie

Aoki M. (2000), « Information and Governance in the Silicon Valley Model », *in* X. Vives (Éd.), *Corporate Governance : Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press, p. 169-195.

Aoki M. (2001), *Toward a Comparative Institutional Analysis*, The MIT Press.

Barney J.B. (1986), « Strategic Factor Markets : Expectations, Luck, and Business Strategy », *Management Science*, vol. 32, n° 10, p. 1231-1241.

Berle A. et Means G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Mac Millan.

Charreaux G. (1997), « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », *in* G. Charreaux (Éd.), *Le gouvernement des entreprises*, Économica, p. 421-469.

Charreaux G. (2002a), « Variation sur le thème "A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise" », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5, n°3, p. 5-68.

Charreaux G. (2002b), « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, novembre-décembre, n° spécial, p. 77-107.

Conner K.R. et Prahalad C.K. (1996), « A Resource-Based Theory of the Firm : Knowledge vs. Opportunism », *Organization Science*, vol. 7, n° 5, p. 477-501.

Daily C.M., Dalton D.R. et Cannella A.A. (2003), « Corporate Governance : Decades of Dialogue and Data », *Academy of Management Review*, vol. 28, n° 3, p. 371-382.

Eisenhardt K. (1989), « Building Theories from Case Study Research », *Academy of Management Review*, vol. 14, n° 4, p. 532-550.

Fama E. et Jensen M. (1983), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. XXVI, June, p. 301-326.

Foss N. (1997) (Éd.), *Resources Firms and Strategies*, Oxford University Press.

Fransman M. (1994), « Information, Knowledge, Vision and Theories of the Firm », *Industrial and Corporate Change*, vol. 3, n° 3, p. 713-757.

Gompers P. et Lerner J. (2000), « The Determinants of Corporate Venture Capital Success : Organizational Structure, Incentives, and Complementarities », *in* R. Morck (Éd.), *Concentrated Corporate Ownership*, The University of Chicago Press, p. 17-53.

Hayek F.A. (1945), «The Use of Scientific Knowledge in Society», *American Economic Review*, 35, n° 4.

Hellmann T. et Puri M. (2002), « Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms : Empirical Evidence », *Journal of Finance*, vol. LVII, n° 1, p. 169-197.

Hodgson G.M. (1998), « Competence and Contract in the Theory of the Firm », *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 35, p. 179-201.

Hsu D.H. (2004), « What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation ? », *Journal of Finance*, vol. 59-n° 4, August, p. 1805-1844.

Jemain A. (2002), *Les conquérants de l'invisible*, Fayard.

Jensen M. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, p. 323-329.

Jensen M. (1993), « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, vol. XLVIII, n° 3, p. 831-880.

Jensen M. et Meckling W. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 3, p. 78-133.

Jensen M. et Meckling W. (1992), «Specific and General Knowledge, and Organizational Structure», *in* L. Werin et H. Wijkander (Éds.), *Contract Economics*, Blackwell, p. 251-274.

Knight F. (1921), *Risk, Uncertaint,y and Profit*, Houghton Mifflin.

Kogut B. et Zander U. (1992), « Knowledge of the Firm, Combinative Capabilities, and the Replication of Technology », *Organization Science*, 3, p. 383-397, repris *in* N. Foss (Éd.), *Resources Firms and Strategies*, Oxford University Press, 1997, p. 306-326.

Langley A. (1997), « L'étude des processus stratégiques: défis conceptuels et analytiques », *Management International*, vol.2, n° 1, p. 37-50.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, p. 1113-1155.

La Ville (de) V.-I. (2001), « L'émergence du projet entrepreneurial: apprentissages, improvisations et irréversibilités », *Revue de l'Entrepreneuriat*, vol. 1, n° 1, p. 43-59.

Lazonick W. et O'Sullivan M. (1997), « Finance and Industrial Development. Part I : the United States and the United Kingdom », *Financial History Review*, 4, p. 7-29.

Martinet A.-C. (2002), « L'actionnaire comme porteur d'une vision stratégique », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, novembre-décembre, n° spécial, p. 57-76.

Nelson R. et Winter S. (1982), *An Evolutionary Theory of Economic Change*, The Belknap Press.

Noe T.H., Rebello M.J. et Wang J. (2003), « Corporate Financing : An Artificial Agent-based Analysis », *Journal of Finance*, vol. LVIII, n° 3, p. 943-973.

Nonaka I. (1994), « A Dynamic Theory of Organizational Knowledge Creation », *Organization Science*, vol. 5, n° 1, p. 14-37.

O'Sullivan M. (2000), « The Innovative Enterprise and Corporate Governance », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 24, n° 4, p. 393-416.

Petit-Konczyk M. (2003), « Le financement d'une start-up : L'Air Liquide 1898-1913 », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, n° 4, p. 25-58.

Polanyi M. (1966), *The Tacit Dimension*, Routledge and Kegan Paul, cité *in* M. Aoki (2001), *Toward a Comparative Institutional Analysis*, The MIT Press.

Prahalad C.K. et Hamel G. (1990), « The Core Competence of the Corporation », *Harvard Business Review*, 66, May/June.

Ricart J.E. (2000), « Comments on Rajan and Zingales, "The Governance of the New Enterprise" », *in* X. Vives (Éd.), *Corporate Governance : Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press, p. 229-232.

Roe M. (2002), « Corporate Law's Limits », *Journal of Legal Studies*, vol. XXXI, n° 2, p. 233-272.

Rumelt R.P. (1984), « Towards a Strategic Theory of the Firm », *in* R.B. Lamb (Éd.), *Competitive Strategic Management*, Prentice Hall.

Teece D.J., Pisano G. et Shuen A. (1997), « Dynamic Capabilities and Strategic Management », *Strategic Management Journal*, vol. 18, n° 7, p. 509-533.

Weick K. (1993), « The Collapse of Sensemaking in Organizations : The Mann Gulch Disaster », *Administrative Science Quarterly*, 38, p. 628-652.

Wirtz P. (2000), « L'étude de cas : réflexions méthodologiques pour une meilleure compréhension du rôle de la comptabilité financière dans le gouvernement d'entreprise », *Comptabilité Contrôle Audit*, n° spécial, décembre, p. 121-135.

Wirtz P. (2005), « 'Meilleures pratiques' de gouvernance et création de valeur : Une appréciation critique des codes de bonne conduite », *Comptabilité Contrôle Audit*, tome 11, vol. 1, mai, p. 141-159.

Witt U. (1998), « Imagination and Leadership : The Neglected Dimension of an Evolutionary Theory of the Firm », *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 35, p. 161-177.

Yin R. (1994), *Case Study Research: Design and Methods*, 2e édition, Sage.