Gouvernement des entreprises et politique de financement des entreprises en France et en Allemagne: Cadre conceptuel et études de cas

Peter Wirtz

▶ **To cite this version:**

Peter Wirtz. Gouvernement des entreprises et politique de financement des entreprises en France et en Allemagne: Cadre conceptuel et études de cas. Gestion et management. Université de Bourgogne, 2000. Français. NNT : . tel-02405729

HAL Id: tel-02405729
https://shs.hal.science/tel-02405729

Submitted on 16 Dec 2019

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.

UNIVERSITE DE BOURGOGNE
FACULTE DE SCIENCES ECONOMIQUE ET DE GESTION

Gouvernement des entreprises et politique de financement des entreprises en France et en Allemagne

Cadre conceptuel et études de cas

Thèse présentée par Peter WIRTZ

en vue de l'obtention du Doctorat ès Sciences de Gestion

Mention Finance

14 janvier 2000

Membres du jury :

M. Michel LEVASSEUR, Rapporteur, Professeur à l'Université de Lille II

M. Pierre ROMELAER, Rapporteur, Professeur à l'Université Paris IX

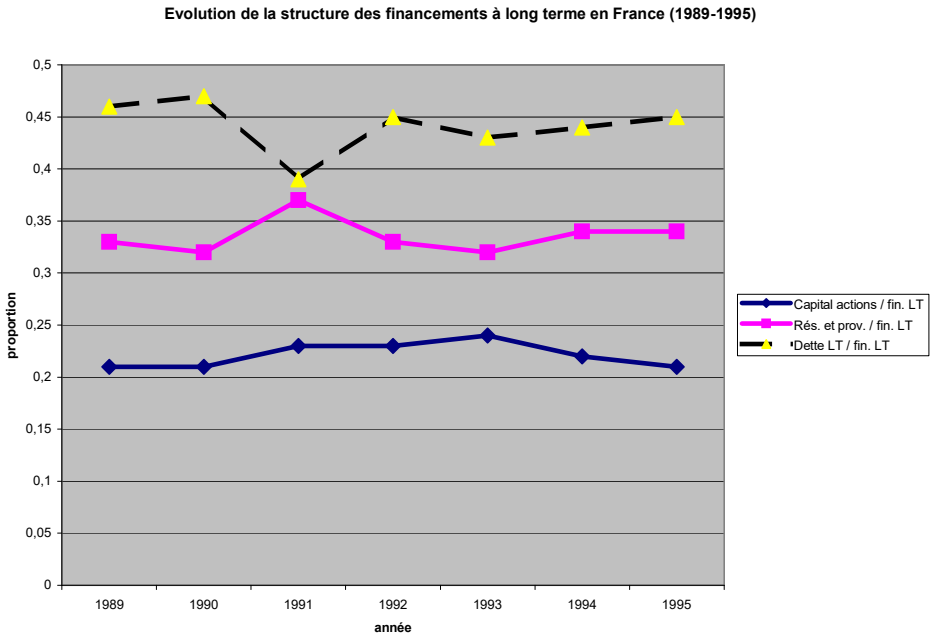
M. Gérard CHARREAUX, Directeur de thèse, Professeur à l'Université de Bourgogne

M. Philippe DESBRIERES, Professeur à l'Université de Bourgogne

INTRODUCTION

La comparaison des structures de financement des entreprises non financières en France et en Allemagne met en évidence l'existence de différences non négligeables. Les figures 1 et 2 montrent, en effet, que dans les stocks de ressources à long terme, l'endettement occupe la première place en France, alors qu'en Allemagne cette position est prise par le financement interne cumulé. Dans les deux pays, la contribution la plus faible est faite par le capital actions.

Figure 1 : Financement à long terme[1] des entreprises françaises



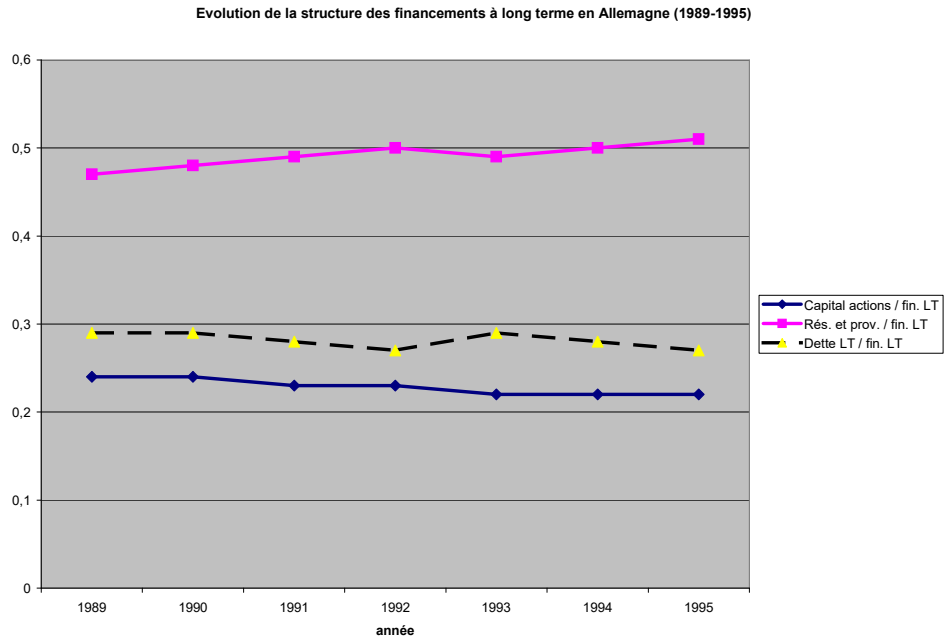
Source : Nos propres calculs effectués à partir des données de l'OCDE (1996), *Statistiques financières de l'OCDE 3e partie : Comptes des entreprises non financières*, Paris, Les Editions de l'OCDE.

Notons que la période représentée ici est relativement courte. Ceci nous oblige en effet à une prudence extrême au niveau de l'interprétation des données. Etant conscients de ces limites,

[1] Les stocks de financement à long terme (fin. LT) sont obtenus par la somme du capital actions, des réserves et provisions (Rés. et prov.), ainsi que du passif à long terme (Dette LT). L'OCDE ne donne pas le détail du poste « passif à long terme » pour l'Allemagne. En France, il est constitué des obligations et des emprunts à long terme.

nous pouvons cependant remarquer que la variabilité dans le temps de la structure de financement semble également diverger d'un pays à l'autre[2].

Figure 2 : Financement à long terme des entreprises allemandes



Source : Nos propres calculs effectués à partir des données de l'OCDE (1996), *Statistiques financières de l'OCDE 3e partie : Comptes des entreprises non financières*, Paris, Les Editions de l'OCDE.

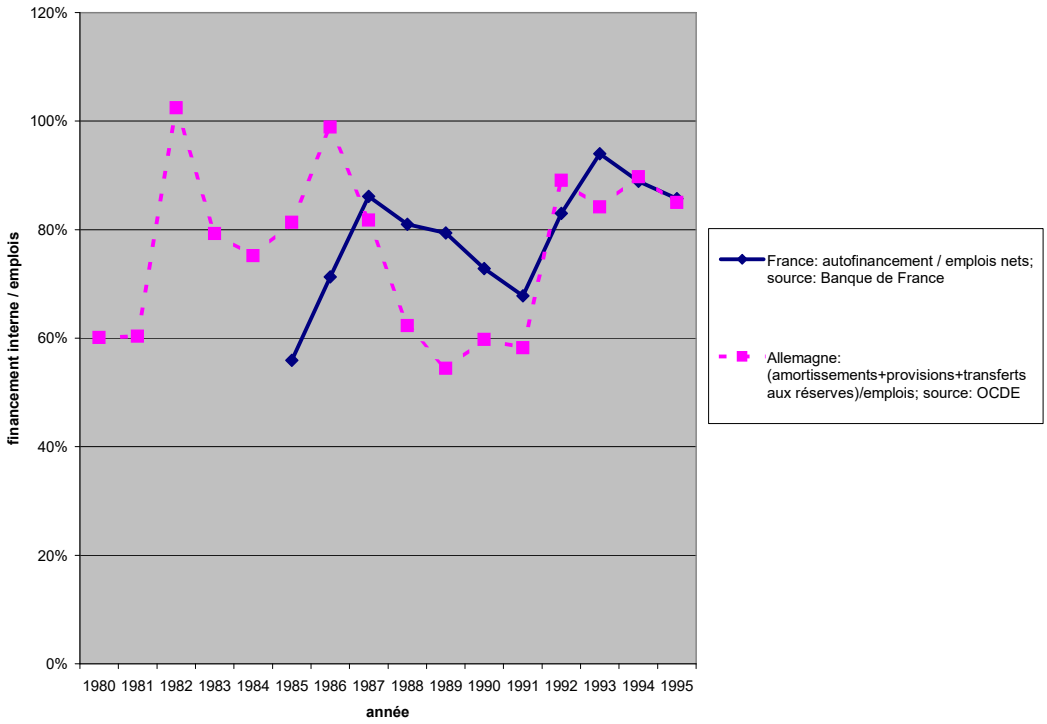
Cette comparaison rapide de l'évolution de la structure des financements à long terme en France et en Allemagne implique un double constat. Premièrement, il existe vraisemblablement des différences effectives au niveau des sources de financement que privilégient les firmes dans différents pays. Deuxièmement, quels que soient les pays, la structure de financement des entreprises n'est pas statique, mais évolue - plus ou moins - au cours du temps.

Notons, cependant, que les structures de bilan ne représentent la politique de financement que d'une façon indirecte, dans la mesure où elles enregistrent seulement l'accumulation historique des ressources. Ainsi, pour apprécier les décisions de financement prises au cours d'une année, l'étude des flux semble *a priori* plus pertinente. Comme le

[2] Pour le cas de l'Allemagne, l'étude de l'OCDE (1996) fournit des données à partir de 1980. Sur la période 1980-1995, on observe globalement un trend, relativement lisse, à la hausse pour les ressources internes cumulées et à la baisse pour les financements externes (capital actions, dettes à long terme).

montre la figure suivante, à ce niveau, il est également possible de constater des différences non négligeables dans la dynamique de l'utilisation des sources de financement par les entreprises dans différents pays.

Figure 3 : Comparaison des taux de financement interne (flux) des entreprises françaises et allemandes[3]



Source : Nos propres calculs effectués à partir des données de l'OCDE (1996), *op. cit.* ;
Banque de France (Centrale de Bilans).

Dans une étude empirique, Corbett et Jenkinson (1996) analysent les flux de financement des firmes britanniques, américaines, allemandes et japonaises pendant la période 1970-1989. Bien qu'ils trouvent en moyenne des différences moins marquées que

[3] Par rapport aux informations utilisées pour la réalisation de la figure 3, il convient de noter que la comparaison et l'interprétation de ces données connaissent des limites importantes. Ainsi, les chiffres pour la France ne proviennent pas de la même source que ceux qui concernent l'Allemagne. Pour cette raison, il existe le risque d'une faible homogénéité au niveau de la définition des concepts et des échantillons analysés. La comparabilité entre les pays se trouve ainsi contrainte. Aussi, pour la France, nous ne disposons des données qu'à partir de 1985. Sous réserve de ces limites, on constate que les entreprises françaises semblent globalement connaître une tendance à la hausse de leur taux d'autofinancement. Le niveau relativement faible du financement interne cumulé, constaté au niveau de la figure 1, donne, malgré le manque de données antérieures à 1985, une certaine crédibilité à l'hypothèse que, historiquement, le taux d'autofinancement était plus faible en France qu'en Allemagne. Si tel est le cas, la hausse tendancielle à partir de 1985, qui caractérise les firmes de l'Hexagone, constitue un changement significatif. Notons, cependant, que la Banque de France utilise des « échantillons glissants », ce qui limite également la comparabilité dans le temps des données concernant les entreprises françaises. Avec toute la prudence, qui s'impose, il apparaît néanmoins raisonnable de conclure à l'existence de différences non négligeables dans le temps et dans l'espace.

dans certaines études précédentes, notamment entre l'Allemagne et les pays anglo-saxons, leurs chiffres montrent néanmoins des divergences importantes entre pays concernant le recours aux fonds externes pour certaines sous-périodes (p. 87). Ainsi, pour la sous-période 1970-1974, les émissions (nettes) d'actions nouvelles ont financé 7,3 % des investissements des entreprises américaines, contre seulement 0,7 % pour leurs homologues allemandes. L'écart se réduit nettement pendant la période suivante (0,7 % contre 0,5 % entre 1975 et 1979), pour s'inverser complètement entre 1980 et 1984 (-4,8 % contre –0,5 %). Il se creuse davantage pendant la dernière période de l'étude (1985-1989 : -29,6% contre 2,4 %). Globalement, la variabilité du financement par émission d'actions apparaît, donc, plus forte aux Etats-Unis qu'en Allemagne. Ceci vient appuyer l'intuition de la nature profondément dynamique de la politique de financement. En même temps, cette analyse montre que l'étude des firmes en France et en Allemagne est susceptible de fournir une contribution, bien que modeste, à un effort de recherche plus global.

L'observation de faits relatifs aux différences de politiques de financement, dans l'espace et dans le temps, est propice à stimuler une exploration plus poussée des déterminants de ces politiques. Compte tenu des enseignements de la théorie financière, quels sont les facteurs expliquant qu'en moyenne une entreprise située en France ne fait vraisemblablement pas les mêmes choix de financement que ses homologues allemands ? Par ailleurs, quelles explications pouvons-nous proposer à l'évolution de la politique de financement au cours du temps ?

L'approche micro-économique des choix financiers et ses limites

Les tentatives d'explication du financement des firmes sont nombreuses. Dans ce contexte, la problématique de départ de la finance académique était la question de l'incidence du rapport dettes / capitaux propres[4] sur la valeur. Les premiers travaux à ce sujet s'inspirent largement des orientations de la micro-économie néo-classique, postulant notamment la rationalité substantielle des acteurs. Ainsi, sous l'hypothèse d'une concurrence parfaite sur le marché des capitaux, Modigliani et Miller montrent que, en l'absence de coûts de transaction et d'impôts, la décision de financement est sans incidence sur la valeur de la firme. Ultérieurement, les mêmes auteurs montrent, qu'avec la déductibilité fiscale des charges d'intérêt, une firme pourrait maximiser sa valeur en se finançant exclusivement par dettes.

[4] Cf. Miller (1996), p. 92.

Compte tenu du caractère extrêmement restrictif de ces hypothèses, une explication des comportements financiers réels par cette approche s'avère difficile. Notamment pour une comparaison internationale, elle paraît inadaptée, dans la mesure où elle se montre incapable de proposer une explication universelle satisfaisante, faisant abstraction des différentiels de coûts induits pour différents moyens de financement par le contexte institutionnel de chaque pays. Ainsi, les impôts ne sont pas le seul élément de coût susceptible d'influencer la décision de financement. Par ailleurs, les modalités de l'imposition elle-même dépendent de la législation nationale, ce qui a vraisemblablement comme conséquence que la fiscalité n'a pas la même incidence, en matière de choix de financement, dans tous les pays. Aussi, le modèle de Modigliani et Miller pourrait-il laisser penser que les décisions financières sont prises indépendamment des acteurs impliqués dans la vie de l'entreprise. Dans une telle perspective, la firme apparaît comme une boîte noire.

Comme signalé au début, l'observation de la réalité des entreprises aboutit au constat de certaines régularités au niveau de la structure de financement. Or, ces régularités ne peuvent pas être expliquées par la thèse de la neutralité des financements. Pour cette raison, l'économie financière s'est par la suite intéressée à d'autres déterminants potentiels des choix de financement. Il s'agit notamment des concepts de risque moral, source des coûts dits d'agence, et d'asymétrie informationnelle. Le risque moral émane de la propension des dirigeants à poursuivre des objectifs, qui diffèrent potentiellement de la maximisation de la valeur actionnariale. Dans ce cadre d'analyse, la structure de financement est un moyen d'aligner le comportement managérial avec les intérêts des actionnaires. C'est la démarche suivie par les modèles financiers de la théorie de l'agence. L'existence d'asymétries d'information, quant à elle, permet d'expliquer, pourquoi certains types de financement sont systématiquement préférés à d'autres par les dirigeants agissant dans l'intérêt des actionnaires (théorie du financement hiérarchique). Une autre application du raisonnement en termes d'informations asymétriques est l'interprétation de l'utilisation des choix de financement comme un signal envoyé par le dirigeant aux investisseurs (théorie du signal).

Rajan et Zingales (1995) tentent une validation, à l'échelle internationale, de certaines hypothèses concernant les déterminants de la structure du capital, issues de la micro-économie financière. Tout en concluant sur des résultats encourageants, leur étude souligne néanmoins la persistance d'un certain vide théorique (p. 1458). La micro-économie financière traditionnelle semble donc laisser beaucoup de questions ouvertes concernant les forces

agissant sur la structure de financement. Selon Rajan et Zingales (1995), l'étude approfondie de l'impact des différences institutionnelles entre pays semble une voie de recherche prometteuse pour l'amélioration de notre compréhension de la politique de financement (p. 1458).

Le financement de la firme vu à travers le prisme de la théorie du gouvernement des entreprises

A la recherche d'une grille de lecture appropriée pour l'analyse de l'impact des institutions sur le financement, on remarque l'engouement considérable de certaines institutions financières pour les questions liées au gouvernement des entreprises (désormais GE). Le débat s'intéresse essentiellement aux restrictions de la latitude d'action des dirigeants, afin de permettre la sauvegarde des intérêts des divers partenaires de la firme et d'assurer une certaine rentabilité. En dépassant les recettes toutes faites de ce qui fait une « bonne gouvernance », promues par certains, une véritable théorie positive du gouvernement des entreprises est susceptible de permettre l'explication des structures en fonction des interactions complexes entre le dirigeant et les divers types d'investisseurs. En s'intéressant aux *mécanismes* agissant plus ou moins directement sur les décisions (financières) du dirigeant de la firme, une telle théorie comporte notamment le potentiel d'affiner l'analyse des voies, par lesquelles le contexte institutionnel influe sur les choix de financement.

Dans un domaine comme celui de la *corporate governance*, qui est traité par des disciplines aussi diverses que le droit et l'économie, il est cependant difficile de parvenir à un consensus concernant le contenu précis du concept central. Ainsi, pour certains, dans une optique normative, la notion de GE est synonyme d'un mouvement de réforme, visant un contrôle plus efficace des dirigeants dans l'intérêt des actionnaires. Dans ce contexte, un grand nombre de débats concerne la structure et le fonctionnement des conseils d'administration[5]. Pour d'autres, et dans une perspective plutôt explicative, les structures de GE sont des alternatives de l'organisation économique permettant de régir les transactions. Leur existence, dans un contexte précis, s'expliquerait par un alignement de leur capacité *ex ante* à permettre un ajustement des comportements *ex post* des contractants, avec les attributs des transactions[6]. Pour une véritable théorie du gouvernement des entreprises, ces définitions

[5] Cf. Tunc (1994).
[6] Tel est notamment le point de vue de Williamson (1991).

s'avèrent cependant relativement étroites, notamment si on tient compte du rôle actif du dirigeant de la firme. Dans ce contexte, Charreaux (1997) définit le GE comme « *l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui 'gouvernent' leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* [italiques dans l'original] » (p. 421-422). Cette définition, délibérément large, possède l'avantage de se prêter à une analyse qui tient compte de plusieurs catégories de partenaires de la firme. Ainsi, elle s'accorde parfaitement avec une conception de la valeur, qui permet une approche partenariale[7]. Une telle optique nous semble par ailleurs cohérente avec la délimitation du concept de schéma mental que nous proposons plus bas.

L'idée fondamentale de la grille de lecture proposée par la théorie du GE est relativement simple. Le dirigeant remplit une fonction essentielle dans l'entreprise, permettant, dans certaines circonstances, la création de rentes managériales[8]. Cependant, dans un monde, où les intérêts entre différents groupes d'acteurs sont divergents, il paraît impossible d'exclure *a priori* la poursuite par le dirigeant de son utilité personnelle. Dans certains cas, cette dernière peut se trouver en opposition aux intérêts des autres parties prenantes (*stakeholders*). Les partenaires de la firme apportent, à leur tour, des ressources à l'entreprise, permettant de ce fait le financement du processus de création de valeur. Leur contribution est alors une condition importante pour la mise en œuvre de la stratégie définie par le dirigeant. Ainsi, certaines parties prenantes peuvent être considérées comme des investisseurs au sens large[9], l'investissement en capital humain étant un apport au fonctionnement de la firme, tout comme l'injection de ressources financières à proprement parler. Dans cette optique, le statut du dirigeant par rapport au processus de création de valeur est important, dans la mesure où il occupe une place au centre du nœud de contrats qu'est la firme[10]. De ce fait, il se trouve à l'interface entre les diverses parties prenantes, dont les investisseurs financiers. Le système de gouvernement des entreprises (désormais système de GE) consiste en l'ensemble des mécanismes d'incitation et de contrôle, qui permettent d'aligner le comportement managérial avec les intérêts des autres partenaires de la firme,

[7] Cf. Charreaux et Desbrières (1998).
[8] Cf. Castanias et Helfat (1991).
[9] Nous appelons donc investisseur au sens large tout partenaire de la firme apportant des ressources. Notons à ce sujet que certains types de *stakeholders*, au sens de parties prenantes, sont ainsi exclus de notre définition d'investisseur. Ceci est notamment le cas des personnes ne faisant pas d'apport direct à l'entreprise, mais dont l'utilité dépend néanmoins de la politique de la firme. Nous pensons par exemple aux victimes de la pollution de certaines entreprises industrielles. D'une certaine façon, on peut donc distinguer entre les partenaires-« investisseurs » et les autres parties prenantes.
[10] Cf. Hill et Jones (1992), p. 134.

réduisant de ce fait leurs réticences éventuelles à investir dans la firme. Ainsi, le GE est une sauvegarde contre l'expropriation des fruits des contributions des divers *stakeholders*, influant de ce fait sur la facilité du dirigeant à faire appel à différentes catégories de ressources. Parmi ces dernières se trouvent les ressources financières au sens strict, telles que les capitaux propres externes, l'autofinancement et l'endettement, aussi bien que les ressources en termes de capital humain. Ainsi, les conditions de financement des entreprises sont indissociables du dispositif de GE, qui façonne les relations qui lient la firme aux différentes catégories d'acteurs financiers. Telle est, par exemple, l'approche de Shleifer et Vishny (1997).

Les développements précédents permettent d'apprécier globalement l'intérêt d'une analyse des décisions de financement à travers la grille de lecture que propose la théorie du gouvernement des entreprises. Cette intuition initiale doit par la suite être approfondie. Notamment, quels sont les principaux ingrédients de la théorie du GE ? Quel schéma explicatif est le mieux à même de permettre la compréhension du fonctionnement des mécanismes de GE par rapport à la politique de financement ?

L'importance des relations conflictuelles entre les partenaires de la firme

La réflexion sur le GE n'est pas apparue dans un vide théorique, mais s'appuie sur plusieurs courants de recherche. Un référentiel important, constitué des théories de l'agence et des coûts de transaction, permet de tenir compte des différentes parties prenantes au sein de la firme pour expliquer les choix financiers. Bien que l'idée fondamentale, selon laquelle les managers poursuivent leurs intérêts personnels, qui peuvent diverger de ceux des autres partenaires, ne soit pas une invention de la théorie de l'agence[11], cette dernière a le mérite de formaliser l'argument[12] et d'en tirer les conséquences en termes de choix de financement. Ainsi, le rôle des relations entre différentes catégories de partenaires de la firme pour le financement de cette dernière est mis en évidence. Les ingrédients essentiels de cette théorie sont les concepts de risque moral et d'asymétrie informationnelle, qui rendent impossible un contrôle parfait du dirigeant par les bailleurs de fonds. Ceci est la cause des coûts d'agence. Un exemple de tels coûts d'agence est donné par les coûts de fonctionnement des structures de contrôle, et donc de GE, permettant un alignement des intérêts du dirigeant avec ceux des actionnaires. Ainsi apparaît clairement le rôle des mécanismes de GE dans les relations entre

[11] La possible poursuite par les dirigeants des grandes entreprises de leur utilité privée est déjà mise en exergue par Berle et Means (1932).
[12] Cf. Jensen et Meckling (1976).

le dirigeant (l'agent) et les bailleurs de fonds (les principaux). L'explication des décisions de financement qui en découle repose sur l'idée de la minimisation des coûts d'agence. Dans cette veine, nous pouvons citer Jensen (1986), qui explique le rôle disciplinaire de la dette par sa capacité à réduire la possibilité du dirigeant à poursuivre des projets contraires à la maximisation de la richesse des actionnaires. A l'origine, la théorie de l'agence privilégie surtout les relations entre certains types de parties prenantes, notamment celle entre le dirigeant et les actionnaires et celle entre les actionnaires et les créanciers. Sous cette forme, elle semble donc limitée pour expliquer la politique de financement des entreprises dans les pays où d'autres partenaires de la firme jouent un rôle important.

La théorie des coûts de transaction accorde un poids élevé aux structures de contrôle *ex post*. Concernant les acteurs, cette théorie pose deux hypothèses fondamentales, à savoir celle de l'opportunisme des individus, prêts à tricher pour optimiser leur utilité personnelle, et celle de la rationalité limitée, qui implique un contrôle imparfait des parties impliquées dans une transaction. Ceci a comme conséquence que, si le contrôle s'opère par un mécanisme de marché, les coûts de transaction sont d'autant plus élevés que la spécificité des actifs est grande. Il en résulte que la structure de gouvernement la plus appropriée pour des transactions hautement spécifiques est un contrôle hiérarchique. L'explication des structures repose ainsi sur l'idée d'une minimisation des coûts de transaction. Pour la théorie financière, cette approche est intéressante, dans la mesure où les différents types de financement peuvent être assimilés à des structures de gouvernement[13]. Williamson en conclut que les capitaux propres sont l'instrument privilégié pour financer les actifs spécifiques, alors que la dette sert en priorité au financement des actifs peu spécifiques.

Gouvernement des entreprises et politique financière « optimale »

Comme nous venons de le voir, les théories de l'agence et des coûts de transaction tiennent, toutes les deux, compte des relations « conflictuelles » entre acteurs et des besoins d'incitation et de contrôle qui en résultent pour l'explication des choix de financement. En ce sens, elles constituent un progrès par rapport aux débuts de la finance académique, puisqu'on s'éloigne peu à peu d'une conception de la firme comme boîte noire. Maintenant, on reconnaît l'existence de différents acteurs aux objectifs potentiellement conflictuels, qui constituent la justification des structures de GE. En effet, les divergences d'intérêts sont la cause de la mise

[13] Cf. Williamson (1988).

en place de structures d'incitation et de contrôle, qui impliquent un coût. Ces structures, dans la mesure où elles influencent la conduite des dirigeants peuvent être assimilées à des mécanismes de GE. Dans ce contexte, la décision de financement est expliquée par la minimisation des coûts, coûts d'agence dans un cas, coûts de transaction dans l'autre. Ceci implique en même temps une optimisation de la valeur (actionnariale). Ainsi, la logique explicative repose sur le principe d'efficacité. L'argument sous-jacent est celui de la sélection naturelle, qui éliminerait les solutions qui sont comparativement les moins efficientes. Les individus à la recherche d'une réduction des coûts, compte tenu de leurs informations et de leur environnement, feraient les choix leur paraissant les plus profitables. Alors, les choix de financement observés et les arrangements d'incitation et de contrôle qui les accompagnent seraient des choix efficients, du moins localement. Il s'agit là de ce que Charreaux (1999) appelle « la recherche de l'efficience au troisième degré » (p. 109). Cependant, dans un environnement compétitif, toutes les solutions efficientes au troisième degré ne se valent pas, certaines étant dominées. C'est à ce niveau qu'agit le processus de sélection, qui induit soit une modification des choix dominés, soit l'élimination de l'organisation. Selon Charreaux (1999), le résultat de ce processus est « l'efficience au second degré » (p. 110). C'est à dire que, parmi l'ensemble des choix réalisables dans un contexte donné, seulement les plus efficients s'imposent.

Les limites des théories de l'agence et des coûts de transaction

En admettant que l'effet de la sélection ne soit pas instantané, mais soit le résultat d'un processus, les théories de l'agence et des coûts de transaction évitent de tomber dans le « *panglossianisme* ». En effet, « [d]es équilibres organisationnels, efficients au troisième degré, peuvent survivre de façon transitoire » (Charreaux, 1999, p. 107). Le reproche du « *panglossianisme* » qui a néanmoins parfois été adressé aux théories contractuelles est susceptible d'être dû au fait que, malgré sa compatibilité avec la survivance transitoire de certaines inefficiences, la théorie de l'agence a peu approfondi les processus d'ajustement[14]. Par ailleurs, le modèle financier proposé par Jensen et Meckling (1976) procède à la détermination de la structure de financement optimale en recourant au raisonnement marginaliste. Une telle analyse en termes d'équilibre peut donner l'impression de l'existence d'un optimum statique qui caractériserait la structure de financement des entreprises en général. Or, il s'agit vraisemblablement d'une mauvaise interprétation des fondements de la

[14] Cf. Charreaux (1999), p. 103.

théorie de l'agence, qui est plus large que son seul modèle financier. Charreaux (1999) montre, en effet, que l'optimum de la structure financière chez Jensen et Meckling (1976) relève seulement de l'efficience de troisième degré, c'est à dire qu'elle est « relative à la situation particulière de l'organisation considérée » (p. 104). Ainsi, le modèle financier de la théorie de l'agence nous enseigne que le dirigeant, en formulant sa politique de financement, procède à un calcul en fonction de sa situation locale. La focalisation sur le niveau local possède cependant l'inconvénient d'un affaiblissement du pouvoir explicatif. Ce dernier est susceptible d'être enrichi par une analyse plus approfondie du processus d'ajustement suivi par le couple financement – gouvernement des entreprises au cours du temps.

Pour une explication de l'influence du GE dans différents pays sur la politique de financement, les deux théories citées précédemment comportent encore d'autres limites. Ainsi, elles ne tiennent pas compte de l'incidence des différences nationales sur le cadre institutionnel. Autrement dit, les instruments de financement sont supposés correspondre à un standard concernant les mécanismes disciplinaires, instances de GE, qui leur sont attachés[15]. Or, la comparaison internationale nous montre que la sauvegarde des intérêts des différentes catégories de bailleurs de fonds n'est pas indépendante du contexte national[16]. Pour le cas de l'Allemagne, par exemple, il semble *a priori* abusif d'assimiler la dette à une structure de gouvernement, qui obéit à une logique de marché comme le fait Williamson (1988). Par ailleurs, les modèles financiers de la théorie de l'agence procèdent à l'explication des choix de financement sur la base de la maximisation de la richesse des actionnaires. Or, il est possible de montrer que la pertinence d'un point de vue qui se focalise sur les seuls actionnaires dépend également du contexte national[17]. Ainsi, pour les besoins d'une explication des différences internationales, il semble contreproductif de restreindre la définition de la valeur à la seule valeur actionnariale. Notons, à ce sujet, qu'une telle approche théorique est susceptible de trouver une explication par les origines nationales des travaux académiques, les schémas mentaux partagés ayant probablement une influence sur les concepts des chercheurs aussi bien que sur les représentations des dirigeants. La comparaison internationale que nous

[15] Ainsi, un des mécanismes de sauvegarde des intérêts des actionnaires, à savoir l'existence d'un marché du contrôle actif, est une hypothèse importante dans les explications des modèles financiers de la théorie de l'agence. Cf. par exemple Jensen (1986), p. 328 et Stulz (1990), p. 13.

[16] Nombreuses dans les pays anglo-saxons, les tentatives d'OPA hostiles ont été rares en Allemagne, jusqu'à présent.

[17] Cf. par exemple Roe (1999), p. 13 : « [...] belief in shareholder wealth maximization. This norm, widespread in American business circles, surely affects what managers think about their tasks. But it is not self-evident outside of American business circles that business be organized around a shareholder wealth maximization norm [...] ».

tenterons doit, par conséquent, tenir compte de ces différences au niveau des schémas mentaux, notion que nous allons expliciter plus loin.

Une autre critique qu'on peut adresser aux premiers modèles financiers des théories de l'agence et des coûts de transaction est la nature statique des explications. Ceci tient essentiellement au fait que les partenaires de la firme sont implicitement considérés comme passifs. Ainsi, les structures mises en place conditionnent les choix. L'idée d'espace discrétionnaire, selon laquelle le dirigeant est capable de poursuivre une stratégie active, capable de modifier les relations entre acteurs, ne trouve pas une grande attention. Ceci semble, cependant, contraire à la réalité de certains systèmes nationaux de GE, pour lesquels on constate une évolution dans le temps. A ce titre, rappelons l'exemple de la France, pour laquelle Berglöf (1997) constate une transition de son système. Ainsi, l'explication du lien entre GE et politique de financement doit tenir compte de la nature dynamique du phénomène étudié. Dans ce contexte, l'intégration du changement institutionnel dans notre raisonnement nécessite l'abandon de l'idée d'une prédétermination parfaite du comportement (financier) par les structures d'incitation et de contrôle en place. En effet, ces structures sont elles-mêmes susceptibles de changer en fonction du comportement stratégique de certains acteurs. Ainsi, bien que les fondements conceptuels des théories contractuelles ne semblent pas incompatibles avec l'étude des processus dynamiques[18], l'explication de ces derniers apparaît cependant comme insuffisamment approfondie.

Le dirigeant comme acteur – la théorie de l'enracinement

La théorie de l'enracinement, plus récente que les précédentes, réhabilite le dirigeant en tant qu'acteur à part entière. Ce dernier est, en effet, capable de suivre une stratégie active, lui permettant d'élargir son espace discrétionnaire en neutralisant certaines contraintes, qui pèsent sur sa gestion[19]. La théorie de l'enracinement répond ainsi à une des critiques formulées précédemment, dans la mesure où elle introduit un élément dynamique. Loin d'être parfaitement déterminé par les structures de GE, le dirigeant a la capacité d'agir sur ces structures elles-mêmes. Dans ce contexte, la politique financière lui sert de levier d'action. Ainsi émerge un cadre d'analyse, dans lequel le manager joue un rôle essentiel dans le processus de changement des structures de GE, qui délimitent son espace discrétionnaire. La

[18] Cf. l'analyse très fine des fondements conceptuels des théories contractuelles des organisations, dont notamment la théorie de l'agence, faite par Charreaux (1999).
[19] Cf. Paquerot (1996).

théorie de l'enracinement approfondit, par ailleurs, un mécanisme qui permet d'expliquer l'apparition d'une situation, qui diverge de l'efficience du deuxième degré. En effet, Shleifer et Vishny (1989) expliquent que l'enracinement peut être une source d'inefficience[20] pour la firme. Dans cette perspective, le dirigeant utilise les ressources de l'entreprise pour investir dans des projets spécifiques, qui rendent son remplacement coûteux. Notons, toutefois, que l'enracinement peut-être, mais n'est pas forcément source d'inefficience[21]. L'idée de départ est un renversement de perspective. Alors que la théorie de l'agence considère que ce sont surtout les intérêts des actionnaires, qui doivent être protégés contre un comportement déviant du dirigeant, Castanias et Helfat font remarquer que le dirigeant peut, à son tour, être la victime d'une expropriation de rentes managériales par les actionnaires. Inefficient ou non, l'enracinement fait du dirigeant un acteur, et non pas un simple relais, pour la politique financière plus globalement et les choix de financement en particulier.

La politique de financement comme levier stratégique du dirigeant

Dans ce contexte, la politique de financement sert de levier d'action à la stratégie du manager. Elle lui permet la mise en œuvre de ses objectifs de gestion active de son espace discrétionnaire. Ainsi, les relations que noue le dirigeant avec les divers partenaires de la firme, dont certains bailleurs de fonds, peuvent être à la base d'un avantage pour l'entreprise, ce qui rend le remplacement du chef d'entreprise coûteux. Par ce moyen, il peut échapper à certains mécanismes disciplinaires, qui le menacent d'un tel remplacement, dans le cas d'un comportement déviant[22] de sa part. Mais, le fait de nouer des liens personnels avec certains investisseurs, source d'un capital relationnel potentiellement créateur de valeur, n'est pas la seule voie d'action, par laquelle la politique financière permet d'influer sur l'étendue de l'espace discrétionnaire. L'utilisation des ressources sous son contrôle pour effectuer des investissements complémentaires à ses capacités managériales est également un moyen d'influencer l'efficacité des mécanismes disciplinaires, et donc des structures de GE.

[20] Nous pensons qu'ici l'inefficience doit être comprise comme l'écart entre l'efficience du deuxième et du troisième degré. Vu sous cet angle, l'enracinement peut être interprété comme un des mécanismes de la création de « formes organisationnelles sélectionnables » au sens de Charreaux (1999, p. 109).
[21] A ce sujet, cf. Castanias et Helfat (1992).
[22] Les modèles traditionnels en finance se focalisant surtout sur l'intérêt des actionnaires, un comportement déviant est entendu, dans ce cadre, comme étant en contradiction à l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale.

Les limites de la théorie de l'enracinement

Bien qu'elle surmonte le problème d'une vision statique de la politique financière, la théorie de l'enracinement souffre, comme ses prédécesseurs, d'une prise en compte insuffisante du contexte national. Ainsi, il ne paraît pas irréaliste de supposer qu'une modification du cadre institutionnel national influe sur le fonctionnement des leviers d'enracinement. Le dispositif technique contraignant la latitude managériale étant variable d'un pays à l'autre, il n'y a aucune raison *a priori*, pour que les stratégies de neutralisation de ce dispositif soient identiques partout dans le monde.

Le gouvernement des entreprises dans une perspective comparative

Il paraît ainsi important de contextualiser nos schémas explicatifs par leur application à des pays concrets. La conceptualisation du fonctionnement des mécanismes de GE dans différents contextes nationaux implique cependant un cadre théorique *a priori* suffisamment large pour l'analyse de relations autres que celle existant entre le dirigeant et les seuls actionnaires. Afin d'illustrer ce point de vue, nous pouvons citer l'exemple de l'Allemagne, où les salariés jouent traditionnellement un rôle non négligeable dans le système de GE.

Rappelons cependant que l'objectif du présent travail de recherche consiste uniquement en une explication des liens entre politique de financement et GE[23]. Ceci justifie une délimitation de l'étude des contributions des *stakeholders* pour y inclure uniquement des ressources financières – qu'elles soient fournies par des acteurs financiers ou non[24]. Une telle démarche possède par ailleurs l'avantage d'une plus grande facilité d'identification de la contribution des partenaires à travers les documents comptables[25]. Concentrer l'analyse sur la politique de financement a également le mérite de mettre en exergue le rôle important du financement comme levier d'action du dirigeant pour la poursuite d'une stratégie de gestion de son propre espace discrétionnaire. Une théorie complète du GE dépassant largement le

[23] En ce sens, il ne s'agit nullement d'un traité général sur la théorie du GE en tant que telle, mais de l'application de certains concepts de celle-ci aux choix de financement.
[24] Signalons à ce sujet que les provisions pour retraites revêtent une certaine importance dans les bilans des grandes entreprises allemandes. Il s'agit, en effet, de ressources internes cumulées, sur lesquelles les salariés détiennent un droit. Ceci est donc un exemple d'une « contribution financière » de la part d'une catégorie de *stakeholders* qui n'est pas typiquement considérée comme un partenaire financier.
[25] Tenir compte du capital humain nécessiterait, en effet, l'adoption d'un bilan élargi, tel que proposé par Cornell et Shapiro (1987).

cadre de cette thèse, nous allons donc concentrer notre attention sur le rôle du financement par rapport à la latitude d'action du dirigeant.

Bien qu'étant d'actualité, la question du pouvoir discrétionnaire du dirigeant vu sous l'angle d'une potentielle divergence d'intérêts n'est pas récente. Ainsi, déjà en 1932, Berle et Means s'intéressaient au pouvoir des dirigeants des grandes firmes dites managériales. L'origine de la préoccupation du GE, ayant comme objectif de délimiter ce pouvoir des managers, semble se situer aux Etats-Unis[26]. Mais, le débat s'est progressivement étendu pour être mené dans d'autres pays que ceux de la seule sphère anglo-saxonne. Dans ce contexte, il est vraisemblable qu'une des causes de l'intérêt porté au GE à l'échelle internationale réside dans la globalisation du marché des capitaux. Certains investisseurs sont, en effet, des acteurs globaux. Tel est notamment le cas des fonds de pension américains, qui sont souvent très actifs à promouvoir une certaine philosophie du GE centrée sur la création de valeur pour l'actionnaire (*shareholder value*). Ces investisseurs cherchent avant tout des investissements rentables, tout en s'assurant contre une expropriation par d'autres *stakeholders* de la valeur créée par l'entreprise, qu'ils (les investisseurs) ont contribué à financer. Certains mécanismes de GE semblent apporter, au moins partiellement, une telle assurance.

Bien qu'aujourd'hui les frontières nationales perdent de leur pertinence par rapport au financement des grandes sociétés anonymes, une comparaison rapide mène à la conclusion que les systèmes de GE de différents pays divergent souvent d'une manière non négligeable. Nous parlons de système de GE par rapport à l'ensemble des mécanismes qui contraignent potentiellement[27] l'espace discrétionnaire des dirigeants dans un pays donné[28]. Ces systèmes ne sont pas indépendants des traditions nationales en termes de contrôle des dirigeants. Les traditions, issues de l'histoire, diffèrent non seulement par rapport au répertoire des mécanismes disciplinaires appliqués, qu'ils soient légaux, spontanés ou organisationnels, mais

[26] Tunc (1996) décrit comment l'actuel débat sur le cadre légal des sociétés anonymes a pris naissance aux Etats-Unis et s'est progressivement étendu.

[27] C'est à dire que le système de GE définit le répertoire des mécanismes de GE, dans le sens d'un ensemble des possibilités. Ces dernières ne sont cependant pas forcément épuisées par une entreprise concrète.

[28] Du **système** de GE nous distinguons les **structures** de GE, qui s'appliquent à une entreprise en particulier. Ainsi, il convient de différencier plusieurs niveaux d'analyse. Dans ce contexte, un système concret, comme par exemple celui de la France, est une condition de l'application de certaines structures de GE à des firmes spécifiques, comme Usinor par exemple. Dans ce cas précis, la composition du conseil d'administration (structure) avant la privatisation en 1995 est directement influencée par un système de GE caractérisé par le rôle prédominant de l'Etat. L'ensemble des structures de GE s'appliquant à une firme particulière conditionne à son tour le fonctionnement des mécanismes de GE, qui gouvernent la conduite du dirigeant. Ainsi, la structure du capital expose la firme plus ou moins au marché du contrôle. Ceci influe sur la possibilité de mettre en œuvre une OPA hostile, qui peut être analysée comme un mécanisme de GE.

également par rapport aux objectifs qui sont assignés au GE. Ainsi, le support technique[29] des systèmes de GE repose sur une philosophie en termes d'intérêts privilégiés. Dans ce contexte on peut notamment poser la question : dans quels intérêts, l'espace discrétionnaire des dirigeants est-il contraint ? A la base du jeu des mécanismes de GE, qui constitue l'aspect technique, se trouvent donc des considérations d'ordre normatif. En décrivant ce phénomène, Yoshimori (1995) emploie le terme de concept national de la firme, qu'il considère comme la réponse d'un pays à la question suivante. « Dans quels intérêts, la firme doit-elle être gérée ? » (p. 33). Dans cette veine, il est possible de distinguer entre les systèmes moniste, dualiste et pluraliste. Selon Yoshimori, la philosophie moniste, qui privilégie les intérêts des seuls actionnaires, est dominante dans les pays anglo-saxons. L'approche pluraliste, qui tient compte des objectifs de plusieurs *stakeholders*, serait caractéristique du Japon. Le concept dualiste, à mi-chemin entre les deux précédents, dans la mesure où, à côté des intérêts des actionnaires, sont pris en compte ceux des salariés, prédominerait en Allemagne et, partiellement, en France. On constate, donc, que dans différents pays il existe des différences dans les représentations du statut des *stakeholders*. Ces représentations ont des racines socio-culturelles et peuvent être assimilées à des schémas mentaux partagés[30], qui influencent le cadre institutionnel. Ainsi, la philosophie en termes de partenaires de la firme est un des piliers des mécanismes d'incitation et de contrôle composant le répertoire du système national de GE[31].

Concernant ces différents systèmes, un certain nombre de comparaisons internationales ont été réalisées. Les études en question évoquent généralement le rôle important joué par les salariés dans les structures de GE en Allemagne. Leur influence, notamment à travers une représentation paritaire au conseil de surveillance, pour les entreprises de plus de 2000 salariés, est désignée par le terme de codétermination. Ce système est une spécificité allemande. Les conseils d'administration des entreprises en France peuvent également contenir un certain nombre de salariés. Leur nombre est cependant plus faible et leur influence réduite. *A contrario*, en France le rôle de l'Etat est traditionnellement supposé être fort[32]. Dans certains cas, le pouvoir public peut peser directement sur la latitude managériale. Ainsi, même au moment des privatisations, qui signifient pourtant un

[29] Il s'agit des mécanismes.
[30] Nous allons expliciter ultérieurement la notion de schéma mental partagé, que nous empruntons à Denzau et North (1994).
[31] Roe (1999) explique que le positionnement idéologique par rapport aux intérêts des salariés est une cause importante des divergences de la structure du capital des firmes dans différents pays. La structure du capital conditionne à son tour les mécanismes de contrôle mis en œuvre par les actionnaires.
[32] Cf. Schmidt (1996).

désengagement progressif de sa part, l'Etat influe sur les structures de contrôle à travers sa politique des noyaux durs. Celle-ci implique des limites au niveau de la transférabilité des parts de certaines firmes privatisées, ce qui contribue à figer partiellement leur structure de propriété[33]. Concernant les mécanismes de contrôle spontanés[34], issus du fonctionnement du marché financier, la plupart des auteurs soulignent la faible importance des OPA hostiles pour les firmes allemandes et françaises, bien que les freins institutionnels semblent globalement moins importants en France qu'en Allemagne[35]. Cette pratique, relativement courante dans les pays anglo-saxons, est très rare en Allemagne. Une des raisons pour cela est vraisemblablement l'existence de blocs de contrôle, souvent détenus par d'autres entreprises, qui font partie de véritables pyramides de contrôle[36]. L'actionnariat de la plupart des entreprises allemandes est ainsi concentré, et les liens entre les investisseurs et la firme semblent globalement stables. Porter (1992) parle même de capital dédié pour caractériser les relations de long terme entre les entreprises et leurs bailleurs de fonds. Parmi ces derniers, les banques occupent une place centrale. Elles semblent, en effet, exercer un contrôle considérable sur les entreprises. Ceci est notamment dû à leur participation au capital[37], au système de vote par procuration, qui les induit à exercer le droit de vote des actions que les particuliers ont déposées auprès d'elles, et à leur représentation massive au sein des conseils de surveillance[38]. Ainsi, certains auteurs classent l'Allemagne parmi les pays, pour lesquels le contrôle se fait en priorité par les banques, par opposition aux pays où le contrôle par le marché financier est prédominant, comme ceci semble être le cas des pays anglo-saxons[39]. Traditionnellement, la France appartenait également à la catégorie des pays à faible contrôle par le marché, mais Berglöf (1997) fait remarquer que le système français se trouve en transition, l'Etat ayant promu le développement du marché des capitaux. Dans ce contexte, la désintermédiation, qui implique une diminution du rôle des banques, semble incontestable[40]. Une autre distinction entre systèmes de contrôle, due à Moerland (1995), est celle entre une logique de réseau et une logique de marché. Selon cette classification, l'Allemagne fait partie de la catégorie des pays où le contrôle de la firme s'exerce par les réseaux, ce qui implique un contrôle plutôt relationnel. Au contraire, pour les pays anglo-saxons, ce sont les mécanismes disciplinaires du marché financier, qui revêtent une importance considérable. Toujours selon

[33] Cf. Franks et Mayer (1990).
[34] Cf. Charreaux (1997) a, p. 427.
[35] Franks et Mayer (1990).
[36] Cf. Franks et Mayer (1997), qui expliquent la place des pyramides dans le système de contrôle.
[37] Franks et Mayer (1997) constatent que les banques occupent une position privilégiée à la tête des pyramides.
[38] Concernant l'influence des banques, cf. notamment Gottschalk (1988).
[39] Cf. Berglöf (1990), p. 244.
[40] Cf. Hairault et Portier (1991).

Moerland, la France occupe une position intermédiaire, où l'importance de l'intervention étatique et bancaire sont une caractéristique des systèmes orientés réseaux, alors que l'importance accordée au statut des actionnaires, qui serait plus forte qu'en RFA, est plutôt caractéristique des systèmes orientés marché. Pour résumer, nous constatons, donc, que les comparaisons internationales opposent souvent les pays anglo-saxons, pour lesquels les mécanismes du marché financier guidés par les intérêts des actionnaires revêtent une grande importance, à des pays comme l'Allemagne et le Japon, où le contrôle semble s'effectuer d'une manière plus relationnelle, tenant compte de plusieurs catégories de *stakeholders*. A la France, on attribue souvent une place intermédiaire, soulignant comme particularité le poids de l'Etat.

Comme signalé plus haut, la recherche en finance est susceptible de profiter de l'exploration de l'influence de telles divergences sur les choix de financement. Plusieurs études tentent en effet d'explorer cette relation. Berglöf (1997), par exemple, parle d'une interdépendance fondamentale entre le cadre légal de la firme et sa politique financière. Selon un point de vue très répandu, l'implication directe des banques dans le contrôle des entreprises allemandes impliquerait un taux d'endettement globalement plus élevé en Allemagne que dans les pays orientés marché. Le contrôle relationnel, caractérisé par des liens stables, semble par ailleurs favoriser une mise à disposition de fonds à long terme[41]par les investisseurs. Parmi ces investisseurs, les banques joueraient un rôle prédominant pour le financement de l'industrie allemande, alors qu'en France, à côté des banques, des holdings financières et l'Etat sont traditionnellement perçus comme faisant une contribution non négligeable au financement de l'industrie[42]. Dans les pays anglo-saxons, au contraire, les fonds en provenance du marché boursier seraient la principale source du développement des entreprises[43].

[41] Tel est, par exemple, le point de vue de Porter (1992) lorsqu'il parle de capital dédié.
[42] Cf. Moerland (1995), p. 20-21.
[43] Signalons que l'étude de Corbett et Jenkinson (1996), citée plus haut, constitue une mise en cause sérieuse de la validité de cette affirmation. Les auteurs montrent que, sur la période 1970-1989, le financement interne est, en moyenne, la source financière la plus importante des firmes américaines (p. 77). Les obligations occupent la deuxième place, avec 17,1 %, alors que le financement net par actions est globalement négatif (-8,8 %). Il connaît cependant des variations importantes au cours du temps. Plutôt que d'être systématiquement une source nette de financement, le marché des capitaux aux Etats-Unis apparaît, donc, comme une institution permettant des ajustements flexibles des besoins de fonds, et ceci dans les deux sens.

Limites des comparaisons internationales traditionnelles

Ces représentations traditionnelles, hautement réductrices, de la réalité financière des entreprises dans différents contextes nationaux sont cependant de plus en plus critiquées et mises en cause. Ainsi, Edwards et Fischer (1994) ne trouvent pas d'éléments empiriques permettant de confirmer l'importance des emprunts bancaires dans le financement des entreprises allemandes. Ceci est cohérent avec les résultats d'une étude récente, menée par Rajan et Zingales (1998), qui concluent qu'une grande partie des idées reçues par rapport aux différences internationales des structures de financement ne correspond pas à la réalité. Nous constatons, donc, que la compréhension des différences entre systèmes de GE et leurs implications financières est, à l'heure actuelle, encore largement insuffisante. Les limites d'une grande partie des études comparatives stylisées par rapport à l'explication des mécanismes liant GE et politique de financement sont multiples. Ainsi, ces études se contentent généralement d'opposer quelques systèmes nationaux relativement typés tels que les pays anglo-saxons d'un côté et les pays comme l'Allemagne et le Japon de l'autre. L'inconvénient d'une telle approche est qu'elle se résume à l'évocation d'un certain nombre de généralités concernant les systèmes nationaux. Le fonctionnement des mécanismes, par lesquels les structures de contrôle agissent sur la politique de financement, est insuffisamment expliqué. Ceci a comme conséquence, que plutôt que de disposer d'une véritable explication, on est confronté à des observations générales, auxquelles il manque un cadre intégrateur. Une autre implication est une certaine difficulté pour la prise en compte du cas de pays comme la France, pour lesquels on se contente généralement de l'attribution d'une place intermédiaire, mal définie, entre des groupes de pays ayant été étudiés plus en profondeur. Même pour les pays les mieux étudiés, on procède cependant à des regroupements, qui semblent parfois abusifs. Ceci est notamment le cas du Japon et de l'Allemagne. En effet, le fonctionnement des deux systèmes de GE paraît contenir des différences plus profondes que ce que laissent penser certaines idées reçues[44]. Parmi l'ensemble des critiques qu'on peut adresser aux études citées précédemment, deux nous paraissent fondamentales. Ainsi, une limite importante est l'insuffisante prise en compte de la nature dynamique des systèmes nationaux, qui, loin d'être statiques, subissent des transformations au cours du temps. Un deuxième défi du travail comparatif consiste en la difficulté de fournir une description pertinente et complète des seules dimensions des systèmes nationaux de GE, qui ont un lien avec la politique de financement. Notre effort de recherche ne doit donc pas s'orienter vers un inventaire exhaustif

[44] Nekhili (1998).

des particularités de chaque cadre institutionnel. Au contraire, la description des systèmes de GE sera sélective et centrée sur les seuls aspects pertinents par rapport aux déterminants de la politique de financement.

Par conséquent, il nous semble qu'une attention renforcée pour le processus de changement lui-même faciliterait considérablement la compréhension des implications financières du GE. L'idée de base est simple. Il nous semble, en effet, plus facile d'identifier les changements des structures de GE et les changements éventuels de la politique de financement que de produire un état des lieux exhaustif des deux. Notre propre travail sera, par conséquent, guidé par un raisonnement dynamique. Le processus de changement des structures de GE en relation avec la politique de financement décidée par le dirigeant sera ainsi au centre de nos préoccupations. L'avantage d'une telle approche dynamique réside, par ailleurs, dans le fait qu'elle nous éloigne d'une conception selon laquelle le comportement financier des firmes serait parfaitement prédéterminé par les systèmes de GE. Une telle vision est contraire à l'idée de l'existence d'une latitude managériale. Il nous semble, cependant, que seulement en postulant que le dirigeant joue un rôle stratégique actif, nous pouvons parvenir à une explication des phénomènes financiers réels. C'est d'ailleurs pour cela que nous parlons de **politique** de financement, plutôt que d'essayer de fournir une explication de la **structure** financière. Dans ce contexte, le mot « politique » fait référence à une prise de décision active. L'absence d'une prédétermination structurelle parfaite peut, en effet, être un des arguments permettant de comprendre les observations empiriques souvent contradictoires aux prédictions théoriques, qui occultent le rôle du dirigeant en tant qu'acteur à part entière. Ainsi, dans la grille de lecture que nous présentons, la gouvernance « encadre » seulement les interactions entre acteurs à un instant donné, sans jamais les déterminer intégralement.

Le dirigeant comme « entrepreneur organisationnel » – la théorie du changement institutionnel

Compte tenu de cette critique, il paraît judicieux de se référer à un champ théorique, qui permet l'explication des changements institutionnels dans différents pays. A ce niveau, les travaux de Douglass North possèdent un attrait certain. L'explication de North étant très générale, concernant le cadre institutionnel d'un pays dans sa globalité, il faudra, par la suite, l'adapter au problème particulier du GE en relation avec la politique de financement. Dans cette optique, le GE est issu du contexte institutionnel plus large. Les institutions étant

l'ensemble des contraintes (formelles et informelles), qui gouvernent les choix des acteurs, le système de GE est cette partie du système institutionnel, qui concerne le comportement du dirigeant. Un des avantages de l'approche de North réside dans le fait qu'elle permet de tenir compte du rôle central du dirigeant[45]. Ceci est cohérent avec une définition du gouvernement des entreprises, plaçant le dirigeant au centre de ses préoccupations. Dans cette perspective, le rôle du dirigeant peut être analysé comme celui d'un entrepreneur. En tant que tel, il est capable d'agir sur les mécanismes de GE, qui définissent l'ensemble des opportunités de création et d'appropriation de richesse. Pour la formulation de sa stratégie, il est alors confronté à l'arbitrage suivant : doit-il profiter des opportunités définies par les structures de GE en place, ou doit-il plutôt essayer de modifier ces structures ? Son choix sera vraisemblablement guidé par la perception des opportunités de création et d'appropriation de rentes impliquées par les deux alternatives. Cette perception est conditionnée par son **schéma mental**, qui consiste *en une représentation du statut des divers partenaires de la firme dans le processus de création de valeur*. La notion de schéma mental est, en effet, un élément central dans la théorie de North. Son utilisation se justifie par le constat des limites cognitives des acteurs. Ainsi, dans un univers incertain, l'individu se trouve confronté à un choix complexe. Dans ce contexte, le schéma mental, qui consiste en une théorie de la réalité modélisant un certain nombre de relations de cause à effet, est un réducteur d'incertitude. La pertinence du schéma mental pour l'explication des changements du GE tient à sa capacité à influer sur le comportement réel. Ainsi, nous supposons avec North que les perceptions dérivées des schémas mentaux conditionnent les choix[46]. Les schémas mentaux (individuels) évoluent par un processus d'apprentissage[47]. Pour cet apprentissage, les schémas mentaux partagés, qui sont détenus par une population plus large, comme celle d'un pays, jouent un rôle non négligeable. Ils permettent, en effet, d'accélérer l'apprentissage individuel, et de réduire les divergences entre schémas individuels. L'héritage culturel est important pour ces représentations partagées. La pertinence de ce concept, très général à l'origine, pour le GE se reflète dans l'étude de Yoshimori (1995), qui constate l'existence de divergences au niveau de la représentation du statut des partenaires de la firme dans différents pays. Nous rappelons, à

[45] North (1993) explique, en effet, l'importance des « entrepreneurs organisationnels » pour le changement institutionnel.

[46] Une telle démarche suppose l'efficience contrainte au sens de Roberts et Greenwood (1997). Rappelons à ce sujet que, dans la théorie de l'agence, les choix des individus obéissent seulement à l'efficience de troisième degré, qui peut s'analyser comme une forme d'efficience contrainte. Notons également que l'introduction du concept de schéma mental implique nullement l'abandon du *paradigme calculatoire*. Seulement, au lieu de s'effectuer sur la base d'une connaissance complète et précise de la réalité, le calcul du dirigeant procède sur fond d'une compréhension partielle et potentiellement biaisée de la réalité.

[47] Cf. Denzau et North (1994).

ce sujet, qu'il distingue entre systèmes moniste, dualiste et pluraliste. En introduisant le concept de schéma mental, l'approche de North permet une explication de la relation entre ces représentations, observées empiriquement par Yoshimori, et les structures de GE. Les différences institutionnelles entre pays peuvent, en effet, s'expliquer par le fait que les perceptions des acteurs impliqués dans le changement institutionnel, dérivées des schémas mentaux, limitent l'ensemble des choix potentiels. L'évolution des systèmes de GE dépend ainsi partiellement des racines culturelles[48] des schémas mentaux. Mais, si les schémas mentaux partagés sont issus de leur propre histoire, réduisant la divergence entre les individus, comment peut-on alors expliquer le changement ?

C'est à ce niveau-là que le dirigeant, en tant qu'entrepreneur organisationnel, joue un rôle important. Au centre du nœud de contrats, il dispose, en effet, d'un certain nombre de leviers pour agir sur les structures de GE. Nous allons illustrer, dans le prochain paragraphe, que la politique de financement est un de ces leviers, et qu'elle s'avère fondamentale. Une des caractéristiques de l'entrepreneur est sa capacité d'innovation[49]. Ainsi, l'entrepreneur est capable de rompre, au moins partiellement, avec les schémas traditionnels. C'est une telle rupture au niveau du schéma mental du dirigeant, entrepreneur organisationnel, qui est susceptible d'induire un changement des structures de GE. Son schéma mental modifié peut ainsi former une perception, selon laquelle un changement des structures en place accroît les opportunités de création et d'appropriation de rentes, par rapport à une politique à l'intérieur des structures traditionnelles. Nous sommes en même temps conscients que le dirigeant n'est pas le seul entrepreneur organisationnel susceptible d'agir sur les structures de GE. Ainsi, les responsables politiques et les têtes de groupes d'intérêt, comme les syndicats et les organismes représentatifs de certaines catégories d'investisseurs, possèdent également des pôles d'influence sur le système de GE. Dans ce contexte, il leur est possible de s'opposer à

[48] Il convient, cependant, de préciser que nous ne souscrivons pas à un déterminisme culturel de type « causaliste ». Les limites d'un tel type d'explication ont, entre autres, été mises en exergue par Boudon (1995). Ce dernier refuse, en effet, de voir dans les croyances collectives – qu'elles soient du type positif ou normatif – des phénomènes indépendants des choix des acteurs. Ainsi, « on ne doit pas oublier que les appréciations se fondent sur des raisons, loin de résulter seulement des affects, des traditions ou des effets mécaniques de la socialisation » (Boudon, 1995, p. 169). Suivant cette approche, dans une situation donnée, les individus adhèrent, donc, à un certain schéma mental, parce qu'ils ont de « bonnes raisons » de croire en sa pertinence. Comme ces raisons peuvent changer au cours du temps, cette approche permet de mieux rendre compte de la nature dynamique des schémas mentaux partagés, ainsi que du fait qu'une idéologie dominante ne soit *jamais* acceptée *par tous* les individus, mais seulement par un grand nombre. Suivant ce raisonnement, le poids qu'occupent les représentations traditionnelles dans les schémas mentaux d'un grand nombre d'individus peut s'expliquer par le fait que les acteurs concernés ont des raisons d'y adhérer. Lorsque nous parlons de « racines culturelles », c'est dans ce sens que nous l'entendons, et non pas dans celui d'un culturalisme naïf. L'acceptation d'une culture par un individu n'est donc pas automatique, mais fait, au moins partiellement, l'objet d'un choix plus ou moins argumenté.

[49] A ce sujet, cf. Schumpeter (1939), p. 102.

un changement initié par le dirigeant d'une grande entreprise, s'ils perçoivent des retombées personnelles plus importantes en suivant les schémas traditionnels. Ainsi, l'invocation du schéma mental partagé peut servir aux responsables de ces organisations à défendre leurs propres intérêts. En ce sens, le schéma mental partagé est un facteur de résistance, cause importante de la nature incrémentale du changement structurel initié par le dirigeant. Par conséquent, pour la mise en œuvre des changements, la force de conviction de l'entrepreneur organisationnel, fondée partiellement sur ses succès passés, joue un rôle fondamental.

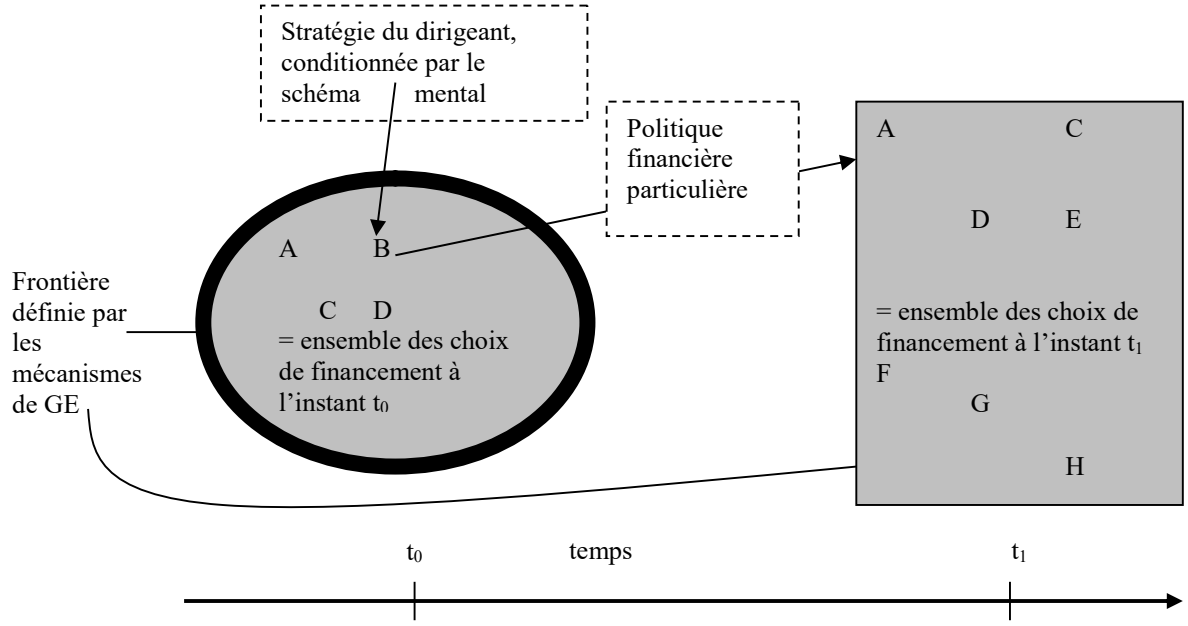
Changement des structures de GE et politique de financement – une causalité double

Pour la stratégie du dirigeant se pose un problème pratique. En effet, avoir la volonté de modifier les mécanismes de GE est une chose, avoir les moyens de ses ambitions en est une autre. Ainsi, la mise en œuvre de la stratégie personnelle du dirigeant pose le problème de son financement. La théorie de l'enracinement nous enseigne, à ce sujet, que le dirigeant a la possibilité d'engager les ressources de la firme dans la poursuite de ses objectifs en termes de gestion de la latitude managériale. Pour cela, il faut que la firme ait accès à des ressources, dont le dirigeant peut disposer librement. Pour illustrer un tel besoin de fonds financiers, nous pouvons citer l'exemple d'une OPA hostile. La mise en œuvre de ce mécanisme de GE nécessite, en effet, le financement de l'achat en Bourse des titres de la société-cible. La mise à disposition de ressources financières influe, donc, sur l'évolution des mécanismes de GE. En même temps, l'utilisation des ressources peut être soumise à un certain nombre de conditions. Ainsi, la stratégie du manager est uniquement praticable dans les limites de l'espace discrétionnaire. Ce dernier est déterminé par les structures de GE en place qui, même si elles évoluent dans le temps, posent des limites à un moment donné. Ainsi, bien que le dirigeant ait des moyens d'élargir sa latitude d'action, cette dernière n'est jamais illimitée. Les bailleurs de fonds potentiels sont, en effet, enclins à contribuer au financement de la stratégie définie par le dirigeant, dans la mesure où ils se sentent protégés contre une spoliation de leurs intérêts. Le degré de protection dépendant des structures de GE, ces dernières influent sur l'ensemble des choix de financement potentiels[50].

[50] Une étude empirique de La Porta et al. (1997) trouve une relation positive entre les protections légales des investisseurs et la disponibilité de financements externes dans différents pays.

Pour résumer, nous constatons que le lien dynamique entre GE et politique de financement repose sur une causalité double. L'ensemble des choix de financements potentiels, auxquels la firme peut avoir recours à un moment donné, dépend des structures de GE. Mais, le recours à certaines sources de financement est un levier important de la mise en œuvre d'une stratégie de changement des mécanismes de GE, qui s'explique par une évolution des schémas mentaux. En ce sens, la politique financière est à la fois une variable **médiatrice** du changement institutionnel et dépendante de ce dernier, dans la mesure où ce changement influe sur le répertoire des choix financiers. Le schéma suivant résume cette relation complexe.

Figure 4 : Lien dynamique entre GE et politique financière



La plausibilité des explications

Dans son article sur le statut du dirigeant dans la recherche sur le gouvernement des entreprises, Charreaux (1997) constate que « la théorie du gouvernement des entreprises reste à construire » (p. 493). *A fortiori*, les liens entre *corporate governance* et politique de financement dans différents contextes institutionnels sont encore largement inexplorés. Notre thèse, s'inscrivant dans ce courant de recherche, ne peut, par conséquent, que représenter un pas modeste sur un terrain encore largement inconnu. Ainsi, le stade rudimentaire de la compréhension des relations dynamiques étudiées explique la nature exploratoire de nos recherches. Ces dernières se fondent, par ailleurs, sur des concepts difficilement quantifiables,

tels que les schémas mentaux et l'espace discrétionnaire des dirigeants[51]. Par conséquent, afin de soumettre le cadre conceptuel présenté à l'épreuve des faits, une démarche qualitative semble la plus appropriée. Les études cliniques, que nous avons choisies, permettent par ailleurs d'approfondir l'analyse des processus dynamiques, qui lient GE et politique de financement. En ce sens, la décision de construire notre démarche empirique autour de deux études de cas a été motivée par la volonté de mieux observer le jeu des mécanismes. Ceci s'avère d'autant plus approprié que le GE concerne des dirigeants supposés actifs, qui, loin de subir passivement les limites de leur comportement, contribuent à les former. Dans ce contexte, l'exploitation de données textuelles, issues des rapports annuels, de la presse et d'un certain nombre d'entretiens, paraît la plus à même de permettre une appréciation de ce qui motive véritablement les choix des différents partenaires de la firme. La pertinence des études de cas se fonde alors sur leur capacité à tenir compte des stratégies des acteurs à la poursuite de leurs intérêts personnels. Ainsi, nous espérons pouvoir aller un peu plus loin que le simple enregistrement d'un certain nombre de cooccurrences entre choix financiers et systèmes de GE. Non seulement la nature qualitative des concepts, mais également leur caractère dynamique constitue, donc, un argument en faveur des cas cliniques.

Afin de tenir compte de la nature contingente du cadre institutionnel, duquel émane le GE, nous avons choisi d'étudier les cas d'entreprises dans deux pays différents, la France et l'Allemagne. A ce sujet, il convient de noter que la sélection de ces pays n'est pas le fruit du hasard, mais relève d'un choix volontaire. Ainsi, nous avons indiqué plus haut que les études comparatives traditionnelles se contentent souvent d'opposer quelques systèmes nationaux, supposés représenter des cas extrêmes. Dans une telle approche, on a du mal à classer avec précision des pays comme la France. Nous pensons, cependant, que l'approfondissement de la compréhension des mécanismes du GE en relation avec la politique de financement peut être enrichi par l'étude de pays considérés comme étant relativement proches. Ceci nous oblige, en effet, à dépasser une énonciation d'idées reçues concernant les grands systèmes de GE, prétendument bien connus, afin d'affiner l'analyse. De plus, à l'intérieur d'une Europe qui se construit avec la contribution de ces deux partenaires importants, que sont la France et l'Allemagne, l'appréciation de leur dynamique institutionnelle et de ses implications financières, ne nous semble pas dénuée de tout intérêt. Notons à ce sujet que le projet européen commun suscite un débat important par rapport à une éventuelle réforme des

[51] Ceci s'avère d'autant plus vrai, si on accepte la position, selon laquelle c'est l'espace discrétionnaire perçu, et non pas une latitude managériale objective, qui conditionne le comportement des dirigeants. A ce sujet, cf. Charreaux (1997, b).

systèmes de GE[52]. Or, une meilleure compréhension des enjeux réels, nous semble-t-il, est une condition indispensable au succès de toute intervention dans le système.

Ayant choisi les études de cas, nous sommes en même temps conscients des limites d'une telle démarche sur le plan épistémologique. Ainsi, les deux exemples retenus ne permettent aucune généralisation statistique des phénomènes observés. Sur le plan scientifique, leur utilité se justifie alors par leur capacité à illustrer la plausibilité des explications théoriques. Il ne s'agit, par conséquent, pas d'un test statistique de la validité des hypothèses, mais plutôt d'un moyen de renforcer notre confiance en un cadre conceptuel, qui pourra servir de grille de lecture à des études ultérieures. Ainsi, nous pensons que l'illustration de la plausibilité de nos propositions, lorsqu'elle est menée avec rigueur, contribue à une meilleure compréhension dans un champ de recherche en pleine évolution. Il importe alors d'apporter un grand soin à la conception-même des études qualitatives. Dans ce contexte, et compte tenu de l'absence d'un cadre méthodologique communément accepté, la description détaillée de la démarche adoptée devrait permettre d'exposer notre étude à l'examen critique d'autres chercheurs. Ceci est, en effet, un critère important de validité.

Malgré ses limites, la méthode des cas possède également des avantages par rapport aux méthodologies quantitatives traditionnelles en finance. En effet, certaines mesures utilisées dans les tests statistiques des théories de la micro-économie financière ont un statut ambigu. Rajan et Zingales (1995) les soumettent à un examen critique (p. 1454-1458). Ils montrent clairement qu'il n'y a pas toujours unanimité concernant le concept théorique effectivement mesuré par certains *proxies*. Comme exemple d'une telle variable avec un statut épistémologique incertain, il est possible de nommer la taille d'une entreprise. Ainsi, Rajan et Zingales (1995) sont « obligés de conclure qu' [ils] ne comprennent pas vraiment pourquoi la taille est corrélée avec le levier financier » (p. 1457). Un autre exemple est la capacité bénéficiaire. Dans le cas de petites entreprises, elle « peut être une mesure de l'importance du financement interne et de la qualité des opportunités d'investissement à la fois, qui ont [théoriquement] des effets opposés sur la demande de fonds externes (dette) » (*idem*). Face à cette situation, la richesse des données qualitatives dans le cadre d'une étude de cas est susceptible d'éviter certaines des incertitudes soulevées entre autres par Rajan et Zingales (1995). Ces incertitudes épistémologiques proviennent notamment de la nature hautement agrégée des données quantitatives, pourtant utilisées pour étudier des phénomènes complexes.

[52] Cf. Berglöf (1997).

A contrario, en observant les phénomènes plus proches de leur origine, c'est-à-dire liés aux décisions des acteurs, le travail de recherche « sur le terrain » permet de dissiper certains types d'ambiguïtés. Par ailleurs, il conduit potentiellement au dépassement du simple constat d'une corrélation pour mieux apprécier la plausibilité du déroulement d'une chaîne de causalité théorique.

La pertinence des cas retenus et leur évolution dans le temps

Compte tenu de la nature dynamique des phénomènes étudiés, les cas sont analysés sur une durée relativement longue de 10 ans. La sélection des entreprises ne pouvant pas s'opérer selon un échantillonnage statistique, elle doit s'effectuer selon des critères théoriques[53]. Ainsi, nous avons essayé de trouver des cas, pour lesquels des changements importants sont intervenus au niveau de leurs mécanismes de GE. Nous pouvions, donc, espérer trouver des éléments intéressants, permettant l'illustration des relations entre changements de GE et politique de financement. Comme l'objectif n'était pas la recherche d'une représentativité statistique de nos résultats, mais plutôt l'illustration de la plausibilité des propositions, il fallait trouver des cas, non pas par un échantillonnage aléatoire, mais par une sélection, qui était volontairement guidée par les critères du cadre conceptuel. Il fallait, donc, trouver deux grandes entreprises, une en France et une en Allemagne, profondément enracinées dans l'histoire industrielle des pays, dans lesquels elles évoluent. Ceci est important, dans la mesure où nous avons mentionné plus haut que les schémas mentaux partagés du pays d'appartenance ainsi que ses structures institutionnelles ont une forte influence sur la voie, que suit le processus de changement des structures de GE en relation avec la politique de financement. Pour cette raison, il paraît *a priori* important de sélectionner des firmes, dont la trajectoire stratégique a été fortement influencée par le système « traditionnel » du pays étudié. Pour résumer, nous avons essentiellement retenu deux grands critères de choix, à savoir des changements importants, intervenus au niveau des mécanismes de GE, et un enracinement profond dans l'histoire industrielle. Dans le souci d'une élimination

[53] Ceci veut dire que le choix des firmes ne procède pas d'un échantillonnage aléatoire. Il est, au contraire, guidé par le potentiel des cas en question à illustrer le fonctionnement des relations théoriques du cadre conceptuel. De ce fait, nous devons être prudents au niveau de l'interprétation des résultats. Surtout, nous devons éviter une surestimation de l'importance des phénomènes mis en exergue. Rappelons que la méthode des études de cas a été choisie, non pas pour apprécier l'importance des relations théoriques dans une population très large, mais pour apprécier leur plausibilité. Cette démarche se justifie par le stade relativement jeune de la recherche sur les interactions entre GE et politique de financement. Nous espérons cependant qu'ultérieurement d'autres travaux de recherche pourront aborder la question de la représentativité.

d'influences sectorielles, qui viendraient bruiter les relations théoriques, nous avons par ailleurs cherché des firmes ayant leurs origines dans le même secteur industriel.

Ces considérations méthodologiques nous ont conduits à choisir le cas de Thyssen-Krupp pour l'Allemagne, et celui d'Usinor pour la France. Thyssen, qui a une longue tradition dans le paysage industriel allemand, a connu relativement peu de changements au niveau de ses structures de GE. Au printemps 1997, cette firme a cependant fait la une de la presse économique allemande. Elle a, en effet, fait l'objet d'une tentative de prise de contrôle hostile, lancée par son concurrent Krupp. Le mécanisme de l'OPA hostile étant traditionnellement considéré comme étranger au répertoire des mécanismes disciplinaires du système allemand, la pertinence de ce cas en termes d'évolution du GE nous semble clairement établie. Notons, par ailleurs, qu'un certain nombre d'établissements bancaires étaient prêts à soutenir l'effort financier que cette opération aurait imposé à Krupp. A ce point, nous pouvons déjà deviner l'impact potentiel de la politique de financement sur la mise en œuvre de ce mécanisme de GE qu'est l'OPA hostile. La tentative de prise de contrôle échoue avant qu'une offre officielle puisse être soumise aux actionnaires. L'initiative de Krupp laisse cependant des traces. Ainsi, sur la voie de la négociation, les deux groupes industriels décident d'abord le regroupement de leurs branches acier, avant de faire part de leur volonté d'une fusion intégrale, à l'automne 1997. Ainsi, le regroupement, initialement tenté par le moyen d'une OPA hostile, s'effectue finalement sur un mode consensuel, plus en accord avec les schémas allemands traditionnels. Au niveau de la politique financière, cette manière de procéder signifie l'obsolescence du recours à l'endettement bancaire pour la mise en œuvre de la stratégie de regroupement, qui est censée générer des synergies importantes. Ainsi, les mécanismes qui régissent la fusion exercent une influence sur la politique de financement. Cette chronologie succincte des événements du cas Thyssen-Krupp nous semble justifier le potentiel de ce dernier pour une illustration des relations du cadre conceptuel.

Usinor, de son côté, est la figure emblématique de la sidérurgie française. Issu de la fusion de Sacilor et d'Usinor en 1986, ce groupe industriel fait d'abord partie des entreprises nationales. C'est d'ailleurs grâce au soutien financier de l'Etat, leur actionnaire principal, que les deux ensembles industriels survivent à la crise qu'ils traversent au début des années 1980. L'injection de fonds de provenance publique permet, en effet, de maintenir en vie Usinor et Sacilor, malgré la perte de plus de la moitié de leur capital. En 1986, l'Etat nomme Francis Mer à la tête des deux sociétés et décide leur fusion. Le groupe ainsi créé se lance dans un

programme de restructurations, et retrouve sa capacité d'autofinancement. Francis Mer milite activement en faveur de la privatisation de son groupe. Ce dernier est introduit en Bourse en 1995, accueillant dans son capital de nouvelles catégories d'investisseurs. Dans le cadre de cette opération, une augmentation de capital permet un apport de fonds externes, qui seront utilisés afin d'obtenir une réduction du niveau d'endettement. La direction vise ainsi, explicitement, l'aménagement d'une marge de manœuvre financière. Nous constatons, donc, l'apparition d'un certain nombre d'éléments dans l'évolution d'Usinor, qui rendent ce cas prometteur pour l'illustration des liens dynamiques entre GE et politique de financement. Notamment l'idée d'une marge de manœuvre, induite par la politique de financement, semble cohérente avec l'hypothèse d'un comportement actif du dirigeant. La trajectoire d'Usinor semble, par ailleurs, correspondre au point de vue selon lequel le système français, traditionnellement dominé par l'Etat, se trouverait en transition vers un système, où le contrôle par le marché des capitaux joue un rôle plus important. Nous rappelons, cependant, qu'une généralisation de ce cas particulier à la France plus globalement serait abusive. Pour résumer, nous constatons que les deux études cliniques retenues pour le présent travail de recherche semblent aptes à illustrer l'existence de liens dynamiques entre les mécanismes de GE et la politique de financement dans différents contextes nationaux.

Changement du GE et politique de financement – un raisonnement dynamique

Suite aux développements précédents, nous pouvons situer l'apport du présent travail de recherche à deux niveaux. Ainsi, nous présentons un **cadre conceptuel** de la relation dynamique entre GE et politique de financement dans différents contextes institutionnels[54] et **un test de sa plausibilité** à travers deux exemples particuliers.

Les ingrédients essentiels du cadre conceptuel peuvent être résumés comme suit. Les mécanismes de GE contraignent l'espace discrétionnaire du dirigeant, qui a, sous certaines conditions, intérêt à poursuivre une stratégie active d'élargissement de sa latitude d'action. Sa volonté de faire ainsi dépend du schéma mental, qu'il possède concernant le statut des *stakeholders* dans le processus de création de valeur. Dans ce contexte, la perception des possibilités de création et d'appropriation de rentes joue un rôle important. Cependant, la volonté d'effectuer un changement des structures de GE ne signifie pas forcément que le

[54] En fait, le modèle théorique correspond à la structure d'interaction, et les paramètres varient en fonction du système de GE considéré.

dirigeant ait les moyens de sa mise en œuvre. La politique de financement est, ici, un levier important, mais dépend, à son tour, des mécanismes de GE en place. Plutôt que de tenter l'explication complète des liens de causalité entre un système de GE et les choix financiers effectués dans ce contexte, nous allons concentrer notre attention sur les changements de ces deux dimensions. Un tel raisonnement dynamique nous semble justifié pour plusieurs raisons. Ainsi, il s'avère extrêmement difficile, sinon impossible, de dresser un inventaire exhaustif des mécanismes de GE, qui composent le dispositif disciplinaire d'un pays à un instant donné. Dans une optique purement opérationnelle, l'identification des changements importants nous semble *a priori* plus facilement réalisable. Si on suppose, comme nous le faisons, que les dirigeants agissent sur la base de leurs perceptions, il convient par ailleurs de tenir compte de leurs limites cognitives. Il paraît, en effet, invraisemblable que les managers, qui sont des acteurs importants pour le changement des structures de GE, soient capables de stocker tous les paramètres du système, dans lequel ils évoluent. Ils n'intègrent, en fait, que les informations qui correspondent à leur schéma mental, à leur modèle. En ce sens, ils se trouvent confrontés à un problème similaire à celui du chercheur essayant de dresser un inventaire. Ainsi, pour tenir compte des processus réels, dans lesquels les dirigeants sont impliqués, il faut identifier les thèmes pertinents au moment de la prise de décision. Le raisonnement dynamique paraît, par conséquent, plus adapté à la logique d'acteur que nous postulons, dans la mesure où il permet de focaliser l'attention et d'économiser des capacités cognitives. Il possède, par ailleurs, l'avantage de souligner la nature non statique des relations étudiées, qui est parfois occultée, ou du moins insuffisamment traitée, dans de nombreux travaux comparatifs.

La problématique traitée par le présent travail de recherche se trouve à l'interface de la stratégie et de la finance. Ainsi, **sur le plan théorique**, son intérêt est double.

- Pour la finance, nous cherchons à approfondir la compréhension des décisions de financement par rapport au contexte institutionnel de différents pays. Ainsi, nous nous interrogeons sur la pertinence d'une explication des choix financiers des firmes de divers contextes nationaux à partir de modèles dont les paramètres sont caractéristiques du référentiel anglo-saxon.
- Du point de vue de la stratégie active du dirigeant, nous cherchons à mettre en évidence le rôle de la politique de financement comme levier de sa mise en œuvre. La volonté de gérer activement l'espace discrétionnaire est, en effet, potentiellement soumise à une contrainte financière.

Une telle conception implique également des enjeux non négligeables **sur le plan empirique**.

- Il s'agit, dans un premier temps, de proposer un cadre méthodologique d'analyse, approprié à la mise à l'épreuve des relations dynamiques. La documentation rigoureuse de la démarche suivie revêt, dans ce contexte, une importance primordiale. Elle constitue la base d'une appréciation critique de nos résultats, et donc de leur validité scientifique.
- Les études cliniques, que nous privilégions pour l'illustration de la plausibilité du cadre conceptuel, ont l'avantage de dépasser le constat de simples corrélations entre variables. Nous espérons ainsi nous approcher de plus près du cœur du fonctionnement des mécanismes.
- Sur le fond, les résultats des cas cliniques renforcent globalement notre confiance en la pertinence de nos orientations de recherche.

Structure globale de la thèse

Par la suite, nous allons approfondir les différents points ébauchés succinctement lors de cette introduction. Pour cela, nous avons choisi de diviser cette thèse en deux parties, qui correspondent respectivement à une présentation du cadre conceptuel, intitulée « gouvernement des entreprises et politique de financement des entreprises dans différents contextes institutionnels », et à l'illustration de la plausibilité des hypothèses à travers les deux études cliniques. La première partie contient les chapitres 1 et 2. Le premier analyse le système de GE comme un ensemble de contraintes imposées à la politique de financement. Il s'agit là du point de vue le plus traditionnel, selon lequel les mécanismes disciplinaires conditionnent les choix (financiers) des dirigeants. Cependant, nous avons vu plus haut que le sens de causalité n'est vraisemblablement pas unidirectionnel. L'approfondissement de l'explication de ce lien de causalité dynamique fait l'objet du chapitre 2. La deuxième partie, consacrée aux études de cas situées dans deux contextes institutionnels particuliers, celui de la France et celui de l'Allemagne, contient les chapitres 3, 4 et 5. Le troisième expose le cadre méthodologique, qui a inspiré la conduite et l'analyse des études cliniques. Le chapitre 4 est consacré aux systèmes de GE de la France et de l'Allemagne. Le chapitre 5, enfin, expose les résultats des deux études de cas. Il permet d'apprécier plus directement la plausibilité des propositions théoriques. La conclusion résume les principaux résultats de cette thèse, aussi

bien sur le plan théorique que sur le plan empirique, en rappelle les limites et présente les orientations futures de notre travail de recherche.

PREMIERE PARTIE

Gouvernement des entreprises et politique de financement des entreprises dans différents contextes institutionnels – cadre conceptuel

L'objectif de cette partie est de proposer une explication endogène de la logique du changement des structures de GE et de ses implications en termes de politique de financement. Une telle démarche nécessite, dans un premier temps, la définition des concepts qui contribuent à la construction du cadre conceptuel. Ainsi, les ingrédients de la modélisation théorique sont aussi divers que les notions de gouvernement des entreprises, d'institution, de schéma mental, de schéma mental partagé et de politique financière. Dans l'introduction, nous citons une façon très large de résumer le concept de *corporate governance* (Charreaux, 1997). Par rapport à cette dernière, Shleifer et Vishny (1997) formulent une définition plus étroite du GE, qui se réduit aux mécanismes assurant un retour sur investissement aux bailleurs de fonds. Cette approche a l'avantage de souligner le rôle des relations avec les fournisseurs de ressources financières. Pour une modélisation des liens entre GE et politique de financement, elle semble donc *a priori* adaptée. La réduction du champ d'analyse pour inclure les seuls partenaires financiers comporte cependant le danger de passer à côté de certains mécanismes particulièrement importants dans un contexte institutionnel donné. Ainsi, nous préférons considérer l'ensemble des mécanismes d'incitation et de contrôle permettant la sauvegarde des intérêts des investisseurs au sens large. Ces derniers sont les investisseurs financiers, aussi bien que les autres partenaires[55] faisant une contribution à la firme. Dans ce contexte, l'apport en capital humain peut également être considéré comme un investissement dans la firme. L'identification et la mesure d'un tel investissement s'avèrent cependant extrêmement délicats. Le développement d'un instrument de mesure n'étant pas à la portée du présent travail de recherche, nous dirigeons notre effort d'analyse en priorité vers l'apport de ressources financières. Notons toutefois que ceci n'implique pas une limitation de l'étude pour inclure les seuls investisseurs financiers au sens strict. En effet, d'autres partenaires peuvent contribuer au financement de la firme. Pour donner un exemple, nous pouvons citer le cas des salariés allemands, qui, à travers la capitalisation de leurs retraites au sein de la firme, contribuent au financement de cette dernière. Plusieurs cas de figure peuvent donc être distingués en fonction de la spécification de l'analyse du GE selon les deux axes « type d'investisseur » et « type d'intérêts ». Le tableau suivant illustre ce point. Les trois étoiles marquent le positionnement de notre thèse.

[55] Nous traduisons par partenaire de la firme ou partie prenante l'expression anglaise *stakeholder*. Cette dernière possède un avantage sur son équivalent français, dans la mesure où elle montre d'une manière très concise que les actionnaires (anglais : *stockholders*) ne sont qu'une partie prenante parmi d'autres. Pour cette raison, nous utiliserons parfois directement le terme anglais.

Tableau 1 : Gouvernement des entreprises et intérêts financiers

Intérêts ↓ / Type d'investisseur →	Investisseur financier	Investisseur au sens large (comprend investisseurs financiers)
Intérêts financiers	exemple : prêt bancaire	*** ex. : garanties de l'Etat, provisions pour retraites
Intérêts au sens large	exemple : capital relationnel de la relation banque-entreprise	exemple : capital humain des salariés

En effet, notre analyse du GE dans les entreprises françaises et allemandes dépasse les seuls investisseurs financiers au sens traditionnel (actionnaires, banques, ...) pour y inclure des partenaires tels que les salariés et l'Etat. En même temps, nous focalisons notre effort de recherche en priorité sur leur contribution financière. Par là, nous entendons la mise à disposition de fonds financiers sous des formes diverses, qu'il s'agisse d'une injection directe de ressources financières (augmentation de capital, prêt, ...) ou du renoncement à la redistribution immédiate d'une partie des recettes (provisions, faible dividende, ...). Nous retenons, donc, une définition du GE tenant compte de *l'ensemble des mécanismes d'incitation et de contrôle, qui permettent l'alignement du comportement du dirigeant avec les intérêts* ***financiers***[56] *des autres stakeholders*.

La théorie du changement institutionnel, issue des travaux de North, est un élément important du cadre conceptuel que nous proposons. Par conséquent, il est utile de rappeler la définition du concept d'institution. Selon North (1990), il s'agit en effet de l'ensemble des contraintes régulant le comportement humain. Les institutions sont ainsi les règles du jeu qui permettent de canaliser les comportements. Afin de démontrer la pertinence de ce concept pour notre problématique, il faut expliciter le lien entre GE et institutions. Compte tenu de la définition proposée précédemment, nous pouvons dire que le GE est conditionné par le cadre institutionnel plus large, et ceci de la manière suivante. Comme le GE consiste en l'ensemble des mécanismes contraignant le comportement (financier) du dirigeant, il concerne en effet

[56] Nous utilisons le terme « intérêt financier » par rapport à l'ensemble des fonds sur lesquels un investisseur détient un droit, c'est-à-dire la partie capital aussi bien que la partie rémunération. Ainsi, le salaire constitue par exemple un intérêt financier dans le sens de cette définition. Plus généralement, la composante rémunération de l'intérêt financier est assimilable à la rente exigée par un investisseur.

plusieurs niveaux. La distinction entre *structures* et *systèmes* de GE, que nous avons présentée plus haut, en tient compte. Suivant cette terminologie, c'est la notion de *système* de GE qui se situe au niveau institutionnel. Au niveau organisationnel, les *structures* de GE sont influencées par les règles institutionnelles, qui leur sont supérieures. En fait, le *système* de *corporate governance* d'un pays est constitué d'un ensemble d'institutions contraignant le comportement des dirigeants des entreprises. Ainsi, il constitue une partie du cadre institutionnel plus large. Dans un pays donné, il est la base de la mise en place et du fonctionnement des structures de GE. Ces propos peuvent être illustrés à l'aide de l'exemple du marché du contrôle. Ce dernier est souvent analysé comme une institution importante du système de GE des pays anglo-saxons. Dans ce contexte, l'OPA hostile est un mécanisme disciplinaire pour le comportement du dirigeant. Au niveau d'une firme particulière, la probabilité d'une OPA est influencée par la structure du capital (niveau des structures de GE). Mais, pour que la prise de contrôle hostile puisse effectivement sanctionner le comportement managérial, encore faut-il que le système de GE englobant comporte un marché du contrôle actif. Or, les comparaisons internationales montrent une activité plus ou moins intense de ce marché selon les pays. Ainsi, pour une entreprise particulière, le fonctionnement d'un mécanisme de GE tel que l'OPA hostile est tributaire de l'existence d'une institution au niveau du système de GE, à savoir le marché du contrôle.

Le cadre institutionnel, tel que défini par North, est une contrainte imposée aux acteurs de manière externe. Ces acteurs détiennent en même temps des représentations internes des relations entre partenaires. Concernant la stratégie de la firme et ses limites, non seulement la réalité externe des institutions, mais également la représentation interne aux acteurs peut avoir un impact réel. La perception qu'ont les dirigeants de leurs contraintes se reflète ainsi dans leurs choix. Les schémas mentaux, définis comme une théorie que les acteurs détiennent sur la réalité, ont en effet un impact sur les comportements réels, et contribuent à l'explication des changements institutionnels dans le temps. Cependant, la notion de schéma mental chez North reste relativement vague pour les besoins de notre propre étude. Il faudrait ainsi donner un contenu plus concret au concept en identifiant ses différentes dimensions, particulièrement pertinentes pour les questions de la politique de financement. La finance académique se préoccupe de la mesure de la valeur créée. La tentative de comprendre le processus de création sous-jacent constitue un enjeu épistémologique, et est à la base d'un grand nombre de modèles expliquant les choix financiers[57]. Or, plusieurs représentations du statut des divers

[57] Cf. Hirigoyen et Caby (1998), p. 133.

partenaires de la firme par rapport à la création de valeur sont théoriquement possibles. Ainsi, Charreaux et Desbrières (1998) opposent la valeur actionnariale à la valeur partenariale, cette dernière tenant compte de la contribution de toutes les parties prenantes. Selon l'approche qu'on privilégie, les implications en termes de structures d'incitation et de contrôle ne sont pas les mêmes. Ceci tient notamment à la reconnaissance du fait que les actionnaires ne sont pas forcément les seuls créanciers résiduels[58]. Dans ce contexte, il est intéressant de constater que Yoshimori (1995) enregistre des différences concernant le statut des parties prenantes au niveau de la philosophie, qui sous-tend le concept de la firme dans différents pays. Une telle philosophie s'apparente, en effet, à ce que nous pouvons appeler un schéma mental. C'est-à-dire qu'il s'agit d'une théorie sur la réalité des relations dans la firme. En synthétisant les développements précédents, nous pouvons définir le schéma mental comme *une représentation du statut des différents partenaires de la firme dans le processus de création de la valeur, ainsi que de la rémunération appropriée de leur contribution*. Ainsi, le schéma mental est susceptible d'accorder une importance variable aux divers partenaires de la firme. Il contient, à côté de la représentation de la création de richesse, un élément normatif concernant la répartition de la valeur créée. La théorie que les individus détiennent ainsi sur les enjeux de la création et de la répartition de la richesse n'est pas figée, mais évolue par un processus d'apprentissage.

L'apprentissage culturel permet une réduction de la divergence entre les schémas individuels. Dans ce contexte, les schémas mentaux partagés sont des représentations de la réalité, comme définies précédemment, partagées par une population plus large. On constate ainsi une certaine proximité entre la notion de schéma partagé et celle d'idéologie[59]. L'explication approfondie du processus d'apprentissage dépasse l'objectif du présent travail

[58] Charreaux et Desbrières (1998) expliquent que, selon une hypothèse traditionnelle en finance, « tous les apporteurs de facteurs de production – à l'exception des actionnaires – sont rémunérés à leur coût d'opportunité » (p. 58). Dans cette perspective, les actionnaires sont les « créanciers résiduels exclusifs, étant les seuls apporteurs de ressources à recevoir la rente créée par la firme » (*idem*). Cette hypothèse, fortement influencée par le modèle anglo-saxon, et à laquelle Charreaux et Desbrières (1998) associent le terme de valeur actionnariale, n'est cependant pas la seule représentation possible de la valeur. Les analyses fondées sur la valeur actionnariale se focalisent en effet « sur les seuls actionnaires et sur les modalités des contrôles qu'ils exercent sur les dirigeants » (p. 59). L'approche de la valeur partenariale reconnaît, au contraire, que l'ensemble des partenaires de la firme subit potentiellement l'influence des décisions du dirigeant. De ce fait, il est difficile de garantir une rémunération au coût d'opportunité. Or, si les actionnaires ne sont pas les seuls créanciers résiduels, les mécanismes, par lesquels les autres partenaires de la firme exercent leur contrôle, constituent un enjeu important pour le processus de création de valeur.

[59] Par la suite, nous utiliserons les notions de schéma mental partagé et d'idéologie dominante indifféremment pour signifier une « croyance collective », à laquelle adhère une grande partie de la population d'un pays. Pour l'explication de l'adhésion d'un individu « idéal-typique » à une telle croyance, le lecteur intéressé peut se référer aux développements sur la théorie de l'argumentation *in* Boudon (1995).

de recherche[60]. Pour les besoins d'une explication du lien dynamique entre GE et politique de financement, les concepts de schéma mental et de schéma mental partagé sont des variables explicatives importantes. La description de leur genèse reste cependant exogène à la présente étude. Ainsi, nous nous intéressons à l'incidence d'une modification des schémas mentaux sur le GE et la politique de financement, sans approfondir les causes d'une telle modification. La justification de la pertinence des schémas mentaux pour les choix financiers repose sur le postulat de la rationalité procédurale, pour caractériser le comportement des acteurs. Nous allons développer ce point ultérieurement, et signalons simplement ici que le schéma mental, en tant que réducteur d'incertitude, a un impact réel sur le choix des acteurs. L'idée fondamentale est que le construit mental influe sur la perception des opportunités de création et d'appropriation de richesse.

La notion de politique de financement nécessite également une définition explicite afin de permettre la construction du cadre conceptuel. Dans ce contexte, il convient de souligner le comportement actif du dirigeant, auquel fait référence le terme *politique*, et dont les décisions financières sont le résultat. Ainsi, la politique de financement concerne l'ensemble des décisions permettant à la firme de se procurer les fonds nécessaires à la mise en œuvre de sa stratégie de création de valeur. Comme notre problématique de recherche se focalise sur le dirigeant comme acteur central, nous allons uniquement tenir compte des décisions financières d'ordre stratégique, c'est-à-dire celles, qui influencent les possibilités du dirigeant à poursuivre les projets importants issus de sa volonté. L'équilibrage quotidien des flux de liquidité se trouve en dehors de notre champ d'investigation.

Le financement de la firme peut se faire de différentes manières. Ainsi, l'autofinancement semble *a priori* moins contraignant pour le dirigeant qu'un recours au financement externe, les investisseurs extérieurs étant susceptibles d'exiger un certain nombre de garanties de leurs intérêts. Une autre distinction des modes de financement repose sur leur identification par les types d'investisseur, qui les mettent à la disposition de la firme. Ainsi, la politique de financement du dirigeant peut être caractérisée par les sources de financement auxquelles il a recours. Ces sources sont contrôlées par différentes catégories de bailleurs de fonds, susceptibles d'avoir des exigences variables en termes de gestion de la firme. Selon la définition que nous proposons, le financement constitue un aspect instrumental de la mise en œuvre de la stratégie de création et de répartition de rentes poursuivie par le dirigeant. Le fait

[60] Le lecteur intéressé par la question trouvera des éléments de réponse *in* Denzau et North (1994).

que des ressources financières soient mobilisables rapidement est ainsi une condition nécessaire du comportement stratégique du dirigeant.

L'objectif des deux chapitres suivants est de montrer l'existence d'un lien théorique entre la politique de financement, que nous venons de définir, et les structures de GE, qui délimitent l'espace discrétionnaire du dirigeant de la firme. Ainsi, le chapitre 1 analyse le GE essentiellement comme un système de contraintes de la politique de financement. La théorie de l'agence et la théorie des coûts de transaction proposent un certain nombre de mécanismes d'incitation et de contrôle permettant l'explication des choix de financement. L'idée fondamentale est l'alignement du comportement du dirigeant avec les intérêts des bailleurs de fonds, afin d'obtenir une création de valeur maximale. Ceci implique une restriction de la latitude managériale, le dirigeant étant censé gérer dans l'intérêt des actionnaires. La critique des modèles financiers relevant de ces deux théories repose sur leur caractère restrictif en vue d'une explication des comportements dans différents environnements institutionnels. A ce sujet, on peut s'interroger sur la robustesse des modèles en cas de changement des paramètres. Par ailleurs, certains modèles financiers ont une apparence statique. Ainsi, le champ d'investigation doit être ouvert pour tenir compte du changement du GE en relation avec la politique de financement. Dans ce contexte, le chapitre 2 se propose d'analyser la causalité entre GE et politique de financement comme un lien dynamique. Le financement, bien que contraint par les structures de GE, peut servir de levier à un changement de ces dernières.

Chapitre 1 : Le financement des firmes et la contrainte du gouvernement des entreprises

La micro-économie financière tente d'expliquer la structure de financement des entreprises (section 1). A l'intérieur de ce domaine, différentes approches insistent plus ou moins explicitement sur l'importance des structures de GE. Deux courants théoriques influents visent plus particulièrement la modélisation des relations entre choix de financement et mécanismes d'incitation et de contrôle[61], à savoir la théorie de l'agence (section 2) et la théorie des coûts de transaction (section 3). Ainsi, après une revue succincte de quelques références marquantes de la littérature financière en matière de structure de financement, nous allons approfondir les apports essentiels des théories de l'agence et des coûts de transaction à la compréhension des structures de GE comme contraintes des choix de financement. Ensuite, la quatrième section met en exergue les limites les plus importantes de ces deux théories pour l'analyse des relations qui nous intéressent. Il s'agit surtout de la nature statique des premiers modèles et de la non-prise en compte du cadre institutionnel. Une théorie plus récente, développée en prolongement de la théorie de l'agence, s'intéresse à l'enracinement des dirigeants (section 5). Cette approche permet l'introduction d'un élément dynamique dans la construction du cadre conceptuel.

Section 1 : Le financement des entreprises dans la micro-économie financière

Selon Fama (1990), « des régularités empiriques concernant les décisions de financement [...] suggèrent leur importance pour la survie [des entreprises dans un contexte de sélection] » (p. 71). Ainsi, la théorie du financement part d'une observation de faits. L'objectif de la présente section est d'examiner les explications que propose la littérature financière pour la compréhension des choix de financement ainsi observés. Cependant, il ne s'agira nullement de proposer un état de l'art exhaustif, mais plutôt de revoir certaines explications centrales, qui trouvent une grande résonance dans le champ académique, par rapport aux implications de notre propre question de recherche. Dans ce but, il est possible de dégager deux implications majeures de notre problématique, qui tracent les orientations théoriques fondamentales de la présente étude. Les deux concernent la représentation de

[61] Rappelons que la définition du GE qui sous-tend notre analyse englobe l'alignement du comportement du dirigeant avec les intérêts de différentes catégories de parties prenantes. En ce sens, un mécanisme d'**incitation** parvient à un alignement d'intérêts *ex ante*, alors qu'un système de **contrôle** vérifie la conformité du comportement managérial d'une façon *ex post*. Ainsi, les deux types de mécanismes font partie du dispositif de GE plus large, dans la mesure où ils contraignent la latitude du dirigeant.

l'évolution du couple « contraintes – choix de financement » dans le temps. En effet, une vision dynamique de la relation entre financement et GE nécessite notamment (1) l'étude de l'espace discrétionnaire du dirigeant. Dans ce contexte, l'approfondissement de notre compréhension du rôle de la latitude managériale est susceptible de nous permettre d'éviter le postulat d'un déterminisme statique des choix de financement, contraire à une approche de type évolutionniste. Selon que l'on intègre explicitement l'espace discrétionnaire ou non, le dirigeant apparaît soit comme un relais passif des choix de financement, soit comme un acteur à part entière. Par ailleurs, notre intérêt concernant les décisions de financement des entreprises en France et en Allemagne nous oblige à (2) intégrer l'influence des différences de l'environnement institutionnel sur le comportement financier de la firme dans nos explications.

Afin de clarifier notre propre positionnement par rapport à la littérature financière présentée dans cette section, nous allons structurer cette revue succincte autour des orientations théoriques explicitées dans le paragraphe précédent. Ainsi, dans un premier temps, nous tenterons d'identifier dans différents modèles financiers le statut des contraintes, qui pèsent sur les décisions de financement du dirigeant (1.1.). L'enjeu de cette sous-section est d'apprécier l'ampleur des forces externes agissant sur le dirigeant selon les divers modèles. Ensuite, nous allons présenter des travaux, qui insistent sur la liberté d'action du dirigeant au niveau des choix de financement (1.2.). A ce niveau apparaît l'importance de la latitude managériale pour une représentation dynamique des décisions de financement. Enfin, la sous-section 1.3. pose la question du rôle de l'environnement institutionnel et de sa prise en compte dans les modèles financiers.

1.1. Le statut des contraintes dans le choix de financement

Zwiebel (1996) constate que les explications dérivées de la théorie de l'agence bénéficient d'un large consensus auprès d'une grande partie des chercheurs en finance (p. 1213). Dans ce contexte, la contribution de Jensen et Meckling (1976) est généralement citée comme un des articles fondateurs de la théorie positive de l'agence. Cette dernière a de nombreuses implications, qui dépassent la seule explication des choix de financement[62]. Ses

[62] Charreaux (1999) nous signale que « [l]'ambition majeure des principaux fondateurs de la TPA [théorie positive de l'agence] (M.C. Jensen, E.F. Fama et W.H. Meckling) est de construire une théorie générale de l'architecture organisationnelle qui s'applique à l'ensemble des organisations, considérées comme des systèmes contractuels complexes. » (p. 115).

principes de base ont, par la suite, été appliqués à la modélisation du choix de la structure financière des entreprises. Parmi ces modèles, d'une envergure plus limitée que le cadre théorique global de la théorie positive de l'agence, nous pouvons citer une partie de l'article de Jensen et Meckling (1976)[63], la théorie du *free cash-flow* de Jensen (1986), ainsi que, plus récemment, le travail de Stulz (1990). L'intuition fondamentale de ce courant de recherche est l'idée, selon laquelle le choix d'une structure financière est un moyen de restreindre l'espace discrétionnaire du dirigeant. Dans ce contexte, certains auteurs soulignent surtout le rôle disciplinaire de la dette[64]. Cette propriété de l'endettement s'explique par sa capacité à obliger l'entreprise à effectuer des décaissements avec une périodicité prédéterminée. Ainsi, dans la mesure où il influence les ressources financières sous le contrôle du dirigeant, le contrat de dette contraint la latitude managériale.

L'explication qu'avancent les modèles d'agence pour la structure de financement en général, et le choix de la dette en particulier, suppose une minimisation des coûts d'agence. Ainsi, « la politique de financement, en influençant les ressources sous le contrôle de l'équipe dirigeante, est capable de réduire les coûts de sur- et de sous-investissement » (Stulz, 1990, p. 3). En effet, les modèles financiers de la théorie de l'agence nous indiquent que différents types de financement déterminent la périodicité de la disponibilité des ressources financières. Comme l'indique la citation de Stulz (1990), il s'agit là d'un facteur qui influe sur les possibilités d'une stratégie de création et d'appropriation de la valeur (actionnariale). Certaines contraintes[65] imposées au comportement du dirigeant apparaissent donc comme étant directement attachées aux divers types de financement. Dans ce contexte, le financement externe par endettement induit une réduction de l'espace discrétionnaire du dirigeant. Bien que ceci n'apparaisse pas explicitement dans les modèles financiers traditionnels de la théorie de l'agence, ces derniers véhiculent l'idée d'un véritable gouvernement des entreprises par le financement externe. Dans cette perspective théorique, les mécanismes de contrôle qui régissent la relation de dette semblent imposés au dirigeant de l'extérieur. Une manipulation active de la structure de financement par le dirigeant dans son propre intérêt semble sévèrement limitée. En effet, Stulz (1990) pose l'hypothèse, selon laquelle le dirigeant peut seulement lever des fonds externes si les actionnaires en place sont d'accord (p. 8). Il en résulte un choix de financement qui optimise la valeur actionnariale. Dans ce contexte, il

[63] En effet, l'article de Jensen et Meckling (1976) contient à la fois la présentation des principes fondamentaux de la théorie de l'agence et une application à la modélisation de la structure de financement.
[64] Cf. notamment Jensen (1986) et Stulz (1990).
[65] De telles limites de la latitude managériale constituent bien un mécanisme de GE, tel que défini précédemment.

semble légitime de s'interroger sur le mécanisme, par lequel les actionnaires parviennent à imposer la structure de financement optimale de leur point de vue. A ce niveau, Stulz (1990) invoque le marché du contrôle (p. 13) comme instance obligeant le dirigeant à se conformer à l'intérêt actionnarial dans le choix du financement. L'activisme d'un actionnaire important peut être analysé comme un mécanisme alternatif (Stulz, 1990, p. 13).

Cependant, même dans ce courant théorique, le contrôle auquel peut être soumis le dirigeant n'est jamais exhaustif. En effet, le pouvoir disciplinaire de l'endettement n'est pas absolu. En ce sens, contrairement aux représentations les plus rudimentaires des modèles d'agence, Stulz (1990) admet la possibilité d'une manipulation active des ressources financières par le dirigeant, par le biais de son influence sur la variabilité des *cash-flows* (p. 16). Ainsi, l'efficacité du financement externe comme contrainte de la latitude managériale est dépendante d'une faible volatilité de la capacité d'autofinancement, car une volatilité élevée réduit considérablement les possibilités d'un contrôle externe des ressources financières sous le contrôle du dirigeant. Sous ces conditions, la spécification d'un endettement optimal (dans le sens d'une optimisation de la valeur actionnariale) devient difficile. Mais, dans ce cas de figure, nous pouvons nous interroger par rapport à la logique qui sous-tend les choix de financement. Si ce ne sont pas les actionnaires, qui imposent le financement qui leur semble optimal (faute de pouvoir spécifier une telle solution), quelle est la logique qui sous-tend la politique de financement ?

Notons que le modèle de Stulz (1990) postule implicitement l'existence d'un espace discrétionnaire optimal, dans la mesure où une réduction trop importante des ressources à la disposition du dirigeant induit un coût de sous-investissement, alors qu'une liberté d'action trop grande entraîne un investissement au delà du niveau optimal (p. 9). Cependant, le modèle n'approfondit pas l'étude du concept de latitude managériale en tant que tel et de son rôle dans le processus de création et de répartition de la valeur. La représentation de l'espace discrétionnaire qu'il propose est unidimensionnelle, dans la mesure où elle concerne la seule allocation des ressources à un nombre de projets d'investissement donnés. Ainsi, Stulz (1990) fait abstraction d'autres dimensions potentielles de la latitude managériale, telle par exemple la gestion de la trajectoire personnelle du dirigeant. Aussi, bien qu'un certain espace discrétionnaire ne soit pas exclu par les modèles financiers de la théorie de l'agence, comme nous venons de le voir, globalement ce courant de recherche reste néanmoins dominé par la perspective d'une discipline externe imposée au dirigeant (cf. Zwiebel, 1996, p. 1197).

Notons par ailleurs que les prédictions du modèle dépendent de la spécification de ses variables (p. 15). Il est donc difficile de déduire des hypothèses concrètes indépendamment du contexte spécifique. Ceci concerne également l'environnement institutionnel, dans lequel évolue la firme. Bien que Stulz (1990) n'approfondit pas cette question, il signale néanmoins la dépendance de certaines prédictions de son modèle « des coûts de l'action collective et / ou des difficultés de rédiger des contrats de dette dans lesquels les paiements dépendent du *cash-flow* » (p. 23). Or, il paraît raisonnable de supposer que ces facteurs soient influencés par le système institutionnel. Il est possible d'en déduire que les paramètres d'un tel modèle explicatif de la structure de financement sont influencés par le contexte réglementaire. L'importance de la force disciplinaire de l'endettement, par exemple, s'en trouve vraisemblablement affectée.

Les modèles d'agence ne sont pas les seuls à proposer une explication du financement des entreprises. En effet, un autre courant de recherche important déduit ses prévisions en matière de choix de financement des effets informationnels de différents types de financement[66]. Dans ce contexte, le travail de Myers et Majluf (1984) constitue une référence centrale en matière de finance d'entreprise. Ce modèle suppose, en effet, l'asymétrie d'informations entre le dirigeant et les investisseurs externes. Myers et Majluf (1984) en déduisent une hiérarchie des différents types de financement, qui s'établit lorsque le dirigeant agit dans l'intérêt des actionnaires. Concernant ce dernier point, leur article est cependant peu explicite par rapport aux mécanismes qui assurent la convergence d'intérêts entre PDG et actionnaires. Il est simplement supposé que le cours boursier des actions influe sur le comportement du dirigeant. Ainsi, le modèle hiérarchique de Myers et Majluf repose sur l'idée selon laquelle les décisions de financement sont déterminées par le souci de la meilleure valeur actionnariale. Nous pouvons cependant nous interroger sur la nature du mécanisme par lequel le cours boursier influence la gestion du dirigeant. Est-ce tout simplement sa perception d'une « bonne gestion » ou existe-t-il d'autres contraintes ?

Quelle que soit la réponse à cette question, la hiérarchie des financements proposée par Myers et Majluf (1984) dépend de l'alignement du comportement managérial avec les intérêts des actionnaires en place. Pour que ce modèle soit valide, il faut donc que l'espace

[66] Cf. Harris et Raviv (1991), qui présentent une typologie des divers courants théoriques cherchant à expliquer la structure de financement.

discrétionnaire du dirigeant soit, d'une manière ou d'une autre, contraint en faveur d'une catégorie d'investisseur spécifique, à savoir les actionnaires en place. Le financement hiérarchique apparaît ainsi comme le résultat d'un environnement institutionnel bien spécifique, conçu dans l'esprit de l'optimisation de la valeur revenant aux actionnaires. En effet, lorsqu'on change l'hypothèse concernant le degré d'autonomie du dirigeant dans la réalisation de ses propres intérêts, on obtient une hiérarchie différente, comme le montrent Ravid et Sudit (1994).

Contrairement à la théorie de l'agence, le problème central de l'approche de Myers et Majluf (1984) n'est pas le conflit d'intérêts entre dirigeants et actionnaires, mais l'asymétrie informationnelle entre ces deux types de partenaires de la firme. Il en résulte une préférence systématique pour le financement interne (dans l'intérêt des actionnaires), et en cas d'autofinancement insuffisant, l'endettement est préféré à une augmentation de capital. Dans ce contexte, Myers et Majluf (1984) appellent *slack* la disponibilité de sources de financement internes et la possibilité de recourir à l'endettement (p. 190). Ce *slack*, qu'on pourrait traduire par « marge de manœuvre financière », confère au dirigeant les moyens de réaliser certains projets d'investissement.

En prolongement du rappel de ces principes fondamentaux, il est possible de comparer le statut des divers types de financement dans la théorie de l'agence et dans l'approche de Myers et Majluf (1984). En effet, dans les deux courants théoriques, la préférence du dirigeant, lorsqu'il a le choix, va vers l'autofinancement[67]. Ce dernier, quand il est disponible, semble *a priori* le financement le moins contraignant pour réaliser la stratégie du dirigeant. Théories de l'agence et du financement hiérarchique divergent cependant dans l'appréciation du statut de la dette. Alors qu'elle constitue une contrainte importante de la latitude managériale dans la théorie de l'agence, sa disponibilité est considérée comme augmentant le *slack* dans le modèle de Myers et Majluf (1984, p. 190). Rappelons, cependant, que pour obtenir ce résultat, Myers et Majluf font abstraction du problème lié à la divergence d'intérêts entre dirigeants et actionnaires et supposent une gestion conforme à l'optimisation de la valeur actionnariale.

[67] Dans un cas (théorie de l'agence), l'autofinancement libre lui permet la poursuite de ses objectifs personnels, en contradiction avec l'intérêt des actionnaires, dans l'autre cas (Myers et Majluf), il cherche « naturellement » à optimiser la valeur actionnariale, stratégie « personnelle » rendue possible grâce à l'autofinancement.

Globalement, une comparaison des implications des modèles financiers de la théorie de l'agence et de la théorie du financement hiérarchique semble indiquer qu'en termes de latitude managériale, il existe une dichotomie fondamentale[68] entre le financement interne et le financement externe. Ainsi, le premier conférerait une plus grande liberté que le dernier dans la réalisation de la stratégie du dirigeant, que ce soit dans l'intérêt des actionnaires ou non.

Par rapport à la liberté d'action, il nous paraît important de signaler que, dans les deux approches théoriques présentées jusqu'ici, l'espace discrétionnaire du dirigeant se conçoit uniquement par rapport à la politique d'investissement. Or, dans cette perspective, la politique de financement, quant à elle, n'apparaît pas comme le résultat d'une décision autonome de la part du dirigeant, mais s'impose à lui comme celle qui optimise la valeur actionnariale.

La théorie du signal représente un autre courant de recherche, qui tente d'explorer le rôle de l'asymétrie informationnelle entre dirigeants et investisseurs dans le choix de la structure de financement. Un des modèles fondateurs est celui de Leland et Pyle (1977). Dans ce cadre théorique, l'idée centrale est celle, selon laquelle les actions sont plus crédibles que les paroles pour communiquer l'information sur la valeur des projets d'investissement (Leland et Pyle, 1977, p. 371). Le choix d'une structure de financement constitue une action dans ce sens. C'est-à-dire qu'il peut être interprété comme un signal envoyé aux investisseurs. Ces derniers y répondent positivement s'ils savent qu'il est dans l'intérêt du dirigeant d'émettre des signaux *vrais*.

A ce niveau, nous pouvons cependant nous interroger sur les qualités nécessaires qui confèrent à certains choix financiers leur crédibilité en tant que signal. Qu'est-ce qui conditionne la perception des investisseurs concernant le contenu informationnel « objectif » de certains types de comportements ? Or, concernant le lien (cognitif) entre la structure de financement et la perception par les investisseurs de l'ampleur de la création de valeur, le modèle de Leland et Pyle (1977) est peu explicite. Notre interrogation soulève ainsi la question de l'objectivité des signaux. Un certain comportement de la part du dirigeant, peut-il être interprété comme une indication objective de la création de valeur indépendamment de l'espace et du temps ? Cette problématique n'est pas approfondie dans l'article discuté dans

[68] Nous reprendrons cette idée d'une dichotomie fondamentale au niveau du développement de nos propositions théoriques.

cette section. Le modèle de Leland et Pyle (1977), qui suppose implicitement la rationalité substantielle des acteurs, postule simplement, *a priori*, que certains choix financiers sont globalement susceptibles de servir de signal, sans se préoccuper de la question des processus cognitifs. Tel est, par exemple, le cas de la participation du dirigeant au capital. Selon Leland et Pyle (1977), une participation importante du PDG est, en effet, interprétée par le marché comme un signal favorable (p. 376). La question des mécanismes, qui forgent une telle interprétation, n'est cependant pas explorée dans le modèle. Ce dernier suppose, en effet, implicitement une perception et une interprétation « objectives » de certains signaux.

Bien que le modèle discuté dans le paragraphe précédent n'ait pas pour objet les aspects cognitifs des investisseurs, la « *perception* de la rentabilité » joue néanmoins un rôle central pour expliquer les choix de financement de la firme (p. 382). Dans une section ultérieure, nous allons montrer que la représentation qu'ont les diverses catégories de partenaires de la firme, et notamment le dirigeant, du processus de création de valeur est susceptible d'améliorer notre compréhension des choix de financement dans différents contextes institutionnels. Ainsi, l'exploration des aspects cognitifs, globalement absente dans la micro-économie financière, nous semble une voie de recherche fructueuse. Nous y reviendrons au niveau de la présentation des schémas mentaux.

Signalons enfin que le modèle de Leland et Pyle (1977) se fonde sur l'hypothèse de l'existence d'un marché des capitaux concurrentiel (p. 374). Or, l'observation des systèmes financiers de différents pays montre que la validité de cette hypothèse dépend du cadre institutionnel de chaque pays.

Harris et Raviv (1990) centrent leur étude sur le rôle informationnel de la dette. Dans ce modèle, l'endettement exerce une influence sur l'étendue de l'information à la disposition des investisseurs (p. 321). Cette approche est tributaire d'une représentation de la dette comme un instrument disciplinaire. Un tel mécanisme disciplinaire peut réduire l'asymétrie informationnelle de deux façons. En effet, il y a potentiellement génération d'informations (1) dans le cadre d'une procédure de faillite[69], qui implique un transfert de certains droits de contrôle vers les créanciers. Par ailleurs, la dette impose des sorties de liquidités à des

[69] Rajan et Zingales (1995) signalent que la procédure de faillite n'est pas indépendante du pays, dans lequel se trouve l'entreprise (p. 1444). Ce constat empirique implique qu'une application du modèle de Harris et Raviv (1990) à des entreprises dans différents pays doit être opérée avec prudence. Une fois de plus, l'importance de l'environnement réglementaire pour les prédictions des modèles financiers ne doit donc pas être sous-estimée.

moments très précis. (2) La capacité de la firme à les honorer est ainsi susceptible d'influencer la perception qu'a le marché de la qualité de l'entreprise. Compte tenu de ses vertus informationnelles, le niveau d'endettement optimal est imposé par les actionnaires (Harris et Raviv, 1990, p. 329). Ces derniers opèrent, en effet, un arbitrage entre les gains induits par la discipline de la dette et les coûts de faillite.

Ainsi, comme dans les autres modèles financiers discutés dans cette sous-section, les choix de financement semblent être imposés à la firme par des forces extérieures, ayant leur origine dans l'intérêt des actionnaires. Par conséquent, ces travaux donnent une représentation du dirigeant comme quelqu'un qui est « gouverné » dans ses décisions de financement par l'objectif de la maximisation de la valeur actionnariale. Selon une telle approche, une utilisation des choix de financement comme véhicule des intérêts personnels du dirigeant est donc uniquement possible si la volonté du dirigeant coïncide parfaitement avec la maximisation de la valeur actionnariale[70].

1.2. Politique de financement et latitude managériale

Dans les modèles présentés dans la sous-section précédente, le dirigeant de la firme apparaît en quelque sorte comme un relais passif des choix financiers optimaux du point de vue des actionnaires. Vu sous cet angle, son autonomie par rapport au financement existe seulement dans la mesure où ses intérêts convergent avec ceux des apporteurs de fonds propres. Or, les choses étant présentées de cette manière, peut-on parler d'une véritable *politique* de financement, où le PDG serait un acteur à part entière?

Si l'objectif d'une théorie de la politique de financement est l'explication d'un phénomène réel, il est utile d'interroger les résultats d'observations empiriques afin de stimuler la réflexion. L'étude de Dann et De Angelo (1988) est très éclairante à cet égard. Elle montre, en effet, le rôle que peut jouer le choix actif d'un financement dans la neutralisation de la menace du dirigeant émanant d'une prise de contrôle hostile. Ceci implique que la politique de financement est, dans certains cas, utilisée comme défense contre un remplacement potentiel du PDG. Ainsi, ce dernier, loin d'être gouverné d'une manière étroite par les intérêts des actionnaires, est capable de suivre une stratégie personnelle. Dans ce contexte, le choix de financement est susceptible de lui servir de levier d'action pour

[70] Rappelons que ceci est la perspective privilégiée par Myers et Majluf (1984).

l'exécution d'une telle stratégie. Dans le cas d'une défense anti-OPA, l'objectif personnel du dirigeant est le maintien de son espace discrétionnaire. Ceci suggère une analyse, où ce ne sont pas les contraintes externes, qui imposent le choix du financement, mais où, au contraire, la politique financière sert à assouplir la contrainte externe émanant du marché du contrôle. Une augmentation de capital et le rachat de ses propres actions sont parmi les exemples des mécanismes susceptibles de servir l'objectif de la pérennisation du mandat du dirigeant. Compte tenu du « poids des faits », Dann et De Angelo (1988) concluent qu'il y a des arguments forts en faveur d'une théorie de l'enracinement des dirigeants (p. 88). Selon cette étude, une telle stratégie n'est pas forcément en ligne avec le meilleur intérêt des actionnaires.

Dann et De Angelo (1988) discutent ainsi les implications de la poursuite de la stratégie personnelle du dirigeant. Dans ce contexte, ils signalent l'importance d'une connaissance du fonctionnement des mécanismes juridiques pour la compréhension de la discipline externe (p. 116). Plus récemment, Garvey et Hanka (1999) montrent que le choix de la structure de financement comme un mécanisme assouplissant la contrainte du marché du contrôle dépend du cadre légal. Ils montrent, en effet, que le niveau d'endettement[71] des entreprises d'un certain nombre d'états nord-américains a sensiblement baissé suite à l'introduction d'une législation de défense anti-OPA.

Plus globalement, nous pouvons dire que l'existence d'un marché de contrôle actif ainsi que le dispositif légal des moyens de défense ont une influence importante sur l'utilisation de la politique de financement par le dirigeant dans la poursuite de sa stratégie personnelle. Par conséquent, le financement des entreprises dans des pays où le marché du contrôle n'est pas très développé est susceptible de suivre une logique différente. Suite à l'étude des observations montrant l'utilisation du financement comme mécanisme défensif, il est possible de dire que les « institutions de contrôle » (marché du contrôle, environnement légal, etc.) d'un pays n'imposent jamais des contraintes absolues, dans la mesure où le dirigeant est capable de mener une stratégie personnelle. Le chef d'entreprise s'en trouve réhabilité en tant qu'acteur à part entière. La forme de l'espace discrétionnaire, à l'intérieur duquel s'articule sa liberté de choix (de financement), dépend de l'environnement institutionnel spécifique de chaque pays.

[71] Dans ce cadre d'analyse, le financement par dette est considéré comme une politique permettant de neutraliser la menace d'une potentielle OPA hostile.

Sur le plan théorique, la contribution de Zwiebel (1996) se fonde explicitement sur une critique des modèles financiers traditionnels de la théorie de l'agence, dans lesquels le dirigeant semble passif par rapport au choix de financement. L'article part, en effet, de l'observation que la direction d'une entreprise prend habituellement sa décision concernant la structure de financement sans menace externe apparente (p. 1198). Dans cette perspective, le dirigeant fait un choix de financement actif. Pour ce faire, le modèle de Zwiebel (1996) propose l'arbitrage suivant (cf. p. 1197). Le dirigeant doit, en effet, peser ses ambitions de croissance maximisant les actifs sous son contrôle contre la demande d'une rentabilité (actionnariale) suffisante pour éviter le risque d'une OPA hostile[72]. Dans cette approche, le dirigeant dérive en effet son utilité de deux sources principales, à savoir les actifs sous son contrôle et la pérennité du mandat.

Sur la base de l'arbitrage signalé plus haut, le choix de l'endettement s'explique par la contrainte que le dirigeant s'impose ainsi à lui-même. La dette contribue en effet à crédibiliser ses choix stratégiques vis-à-vis du marché du contrôle comme étant cohérents avec l'objectif d'efficience. Soulignons que dans le modèle de Zwiebel (1996), la décision d'un financement par dette relève de la volonté propre du dirigeant et ne lui est nullement imposée par les actionnaires. L'objectif d'une telle décision n'est donc pas de parvenir à une limitation maximale de la latitude managériale, mais au contraire à une optimisation de l'espace discrétionnaire sous la contrainte du marché du contrôle. L'effet de dédouanement résultant de l'endettement permet au dirigeant d'assouplir le contrôle par le marché des capitaux. Ainsi, nous pouvons dire que le dirigeant préfère l'autodiscipline, que constitue le choix volontaire de la dette, à la discipline externe du marché.

Zwiebel (1996) justifie la capacité de la dette à permettre le dédouanement du dirigeant par la menace d'une perte de contrôle potentielle suite à la faillite de la firme. Ce qui rend ce mécanisme de dédouanement efficace est donc la réduction drastique de l'espace discrétionnaire du PDG à la tête de la firme dans le cas où sa gestion serait suffisamment inefficace pour entraîner la faillite[73]. Ainsi, dans l'intérêt du dirigeant, les projets stratégiques les plus inefficients seront évités.

[72] Notons que cet arbitrage implique que l'appropriation d'avantages personnels par le dirigeant (maximisation des actifs sous son contrôle) dépend entre autres de sa capacité à faire preuve aux actionnaires d'un niveau d'efficience suffisant.

[73] Notons que, sur ce point, Zwiebel (1996) se démarque de la théorie du *free cash-flow*. Cette dernière met l'accent sur la réduction des liquidités sous le contrôle du dirigeant plutôt que sur le risque de faillite.

Le modèle de Zwiebel (1996) explique les décisions de financement par leur caractère *optimal* du point de vue du dirigeant (p. 1203). Un comportement maximisateur de la part du PDG présuppose cependant une rationalité substantielle. Mais, en situation concrète, comment le dirigeant actif conçoit-il le choix optimal ? Qu'est-ce qui conditionne sa perception des opportunités ? Cette question n'est pas traitée dans le modèle de Zwiebel (1996), mais mérite à notre sens être développée, comme nous le montrerons plus loin.

Notons par ailleurs que la contextualisation du modèle est très importante pour le sens de ses prédictions. La validité des relations théoriques est notamment tributaire de l'existence d'un marché du contrôle efficient. Par conséquent, la transposition du modèle à différents pays doit s'opérer avec une grande prudence.

1.3. Politique de financement – quel rôle pour l'environnement institutionnel ?

D'une vision, selon laquelle les actionnaires en quête de la maximisation de la valeur de leurs titres imposent une structure financière à la firme, on est passé à l'étude d'une approche théorique, selon laquelle le financement est un levier de la stratégie personnelle du dirigeant. Dans cette dernière approche, il est possible de parler d'une véritable *politique* de financement, où le PDG est un acteur à part entière. Il n'agit cependant pas dans un vide institutionnel, et l'efficacité de l'utilisation de la politique de financement comme mécanisme défensif dépend, entre autres, du cadre légal englobant. C'est ce que montrent par exemple Garvey et Hanka (1999) dans leur étude empirique de l'impact des lois anti-OPA sur le niveau de l'endettement.

Ainsi, il semble raisonnable de supposer que notre compréhension de la politique financière est susceptible d'être améliorée par l'étude du fonctionnement des mécanismes institutionnels. Dans le même esprit, Rajan et Zingales (1995) concluent leur étude empirique concernant les déterminants de la structure du capital dans différents pays en notant « [qu']une compréhension approfondie des effets de différences institutionnelles est nécessaire » (p. 1458).

C'est à travers les mécanismes de GE que les institutions d'un pays agissent sur l'espace discrétionnaire du dirigeant de la firme. Comme les comparaisons internationales montrent des différences au niveau de la disponibilité et du fonctionnement des divers types

de mécanismes de GE, l'application concrète des modèles de la micro-économie financière est susceptible d'entraîner un changement de « paramètres »[74] à chaque fois qu'on change de pays. Les résultats des modèles en termes d'hypothèses testables sont probablement sensibles à de telles modifications « paramétriques ». L'étude du GE, peu évoquée dans les travaux de la micro-économie financière traditionnelle[75], promet ainsi d'être une piste de recherche fructueuse. La raison pour cela réside dans son potentiel à donner plus de profondeur à l'intuition, selon laquelle la politique de financement menée par le dirigeant (d'une manière plus ou moins active) n'est pas indépendante du contexte institutionnel. Par la suite nous allons donc naturellement nous intéresser de plus près à la logique de fonctionnement du GE, afin de mieux déceler sa relation avec la politique de financement. Pour cela, nous allons procéder à l'analyse des apports potentiels et des limites de trois courants de recherche par rapport à une modélisation plus explicite des relations entre GE et financement. En effet, les théories de l'agence (au sens large[76]), des coûts de transaction et de l'enracinement contiennent un certain nombre de concepts permettant d'intégrer le fonctionnement des mécanismes de GE. Ces derniers peuvent, en effet, être interprétés comme une réponse aux problèmes de divergences d'intérêts, qui se trouvent au cœur des théories précitées. Nous avons vu que les modèles financiers traditionnels font peu de place à l'interaction complexe entre l'environnement institutionnel et le financement, évacuant la question de la gouvernance. Pour cette raison, dans ce qui suit, il nous a paru intéressant de mettre l'accent sur la manière selon laquelle les trois courants théoriques analysés (agence, coûts de transaction, enracinement) permettent de traiter plus explicitement le GE.

Section 2 : Les apports de la théorie de l'agence

La section précédente a montré l'importance de la théorie de l'agence pour la recherche en finance d'entreprise. Ainsi, pour notre travail, qui tente d'apporter un éclairage nouveau sur le lien entre choix de financement et mécanismes de GE, il est important de faire

[74] Nous avons indiqué le long de cette section que les divers travaux théoriques se réfèrent plus ou moins implicitement à un contexte institutionnel donné. Une telle contingence, même implicite, fait qu'il est possible de se représenter les facteurs contextuels comme les paramètres des modèles.

[75] Pour prendre un exemple, le modèle de Myers et Majluf (1984) suppose que le dirigeant agit dans l'intérêt des actionnaires, sans expliciter les mécanismes par lesquels il est contraint de faire ainsi. Cette étude présume simplement que le droit oblige les dirigeants à satisfaire les exigences des investisseurs passifs (p. 213). La question du fonctionnement des mécanismes n'est pas approfondie.

[76] Nous rappelons à ce sujet qu'il convient de distinguer la théorie de l'agence en tant que référentiel théorique général de son modèle financier, qui est plus restrictif.

ressortir les éléments théoriques qui se prêtent potentiellement à une modélisation explicite de cette relation.

2.1. Les hypothèses fondamentales des modèles d'agence

On cite généralement Jensen et Meckling (1976) comme un des articles fondateurs de la théorie de l'agence positive en finance. Ces auteurs commencent leur analyse par une citation d'Adam Smith, selon lequel le dirigeant d'une entreprise, qui gère les capitaux apportés par autrui, n'apporte pas le même soin à la gestion que s'il s'agissait de ses propres fonds. Ainsi, la théorie de l'agence s'inspire de travaux antérieurs, qui soulignent la divergence d'intérêts entre les propriétaires de la firme et le dirigeant, dont l'intérêt personnel peut, sous certaines conditions, être contraire à la maximisation de la richesse des actionnaires. Dans ce contexte, nous pouvons notamment citer Berle et Means (1932), qui se sont intéressés au phénomène de la séparation entre la propriété et la gestion de l'entreprise. La grande entreprise dite *managériale* se caractérise ainsi par un pouvoir discrétionnaire important du dirigeant, qui échappe en partie au contrôle des actionnaires. Cette situation est notamment favorisée par la dispersion de l'actionnariat, qui diminue les incitations des actionnaires individuels à exercer un contrôle actif. La théorie de l'agence fait de la divergence d'intérêts entre dirigeants et actionnaires un facteur explicatif central. L'outil d'analyse est l'analogie avec une relation d'agence, dans laquelle l'actionnaire est le principal et le dirigeant son mandataire. Cette approche établit, donc, un « ordre hiérarchique »[77] entre l'actionnaire-principal, qui délègue la gestion de la firme qui lui appartient, et le dirigeant-mandataire. Ce dernier a comme mission de gérer l'entreprise conformément aux intérêts du principal, qui lui confie un certain nombre de pouvoirs decisionnels. Il existe ainsi un lien de subordination entre le dirigeant et les actionnaires. L'efficience de cet arrangement se justifie par le statut des actionnaires comme créanciers résiduels. En même temps, l'univers est caractérisé par des asymétries d'informations. Ces dernières rendent impossible un contrôle exhaustif du dirigeant, qui a la possibilité de poursuivre des activités maximisant sa propre utilité au détriment de la richesse des actionnaires. Ainsi, les coûts d'agence naissent de l'impossibilité d'un contrôle de conformité gratuit. En effet, les coûts d'un tel contrôle émanent de la coexistence des asymétries informationnelles et de l'opportunisme des agents.

[77] Selon cette hiérarchie, les intérêts du dirigeant sont subordonnés à ceux des actionnaires. Dans une telle optique, l'intérêt actionnarial prime systématiquement sur d'autres aspirations, et l'efficience comme principe explicatif se conçoit par rapport à la valeur actionnariale.

Dans ce contexte, les objectifs typiquement managériaux sont la consommation d'avantages en nature et un faible effort fourni au travail[78].

La poursuite par le dirigeant de ses propres intérêts et les coûts du contrôle induisent une perte de valeur pour les actionnaires. Cette perte de valeur trouve son expression dans une baisse du cours de l'action. L'hypothèse qui soutient ce raisonnement est celle d'anticipations rationnelles sur le marché des capitaux. Les coûts d'agence sont une conséquence inévitable de la séparation des fonctions de propriété et de contrôle, et, donc, une caractéristique courante des grandes entreprises managériales. Ainsi, il ne s'agit pas de les éviter, car ceci s'avère impossible, mais plutôt de les minimiser. En effet, selon Charreaux (1999), une forme organisationnelle ne peut jamais être « la meilleure dans l'absolu, c'est-à-dire [...] l'optimum de premier rang » (p. 106). En ce sens, la branche positive de la théorie de l'agence fonde son explication sur le principe d'efficacité[79], au sens de l'efficience au second degré. Celle-ci est le résultat d'un argument de sélection naturelle. Autrement dit, dans un contexte compétitif, seulement les structures efficientes[80] survivent. Si la sélection naturelle était instantanée, les arrangements observés dans la réalité seraient donc efficients au second degré, ce qui augmenterait le pouvoir explicatif de la théorie de l'agence (cf. Charreaux, 1999, p. 110).

En réalité, loin d'être immédiate, la sélection naturelle se conçoit dans le temps. Par conséquent, des structures, même relativement inefficientes[81], peuvent survivre pendant un certain temps. Au niveau local, c'est à dire celui de l'organisation individuelle, la théorie de l'agence explique les arrangements structurels par « la recherche de l'efficience au troisième degré » (Charreaux, 1999, p. 109). En considérant l'ensemble des entreprises existantes, l'efficience au troisième degré permet l'explication d'équilibres locaux multiples. Dans la terminologie de la théorie de l'agence, ces équilibres sont le résultat des décisions des parties prenantes à la négociation, à la recherche d'une minimisation des coûts d'agence.

[78] Cf. Jensen et Meckling (1976), p. 86.
[79] Milgrom et Roberts (1992) mettent en exergue le statut du principe d'efficacité, souvent analysé par rapport à ses implications normatives, comme argument explicatif.
[80] Rappelons que cette efficience doit être entendue, non pas dans un sens absolu, mais dans une perspective comparative. Ainsi, les structures dominantes à un instant donné le sont par rapport à l'ensemble des formes disponibles dans un contexte spécifique. Et rien ne les empêche *a priori* d'être, à leur tour, dominées dans un environnement différent.
[81] A ce sujet, Charreaux (1999) signale que la relative faiblesse de la pression compétitive à court terme réduit le pouvoir explicatif de la théorie de l'agence (cf. p. 114).

Jensen et Meckling (1976) identifient trois types de coûts d'agence. Il s'agit des coûts induits par le fonctionnement des mécanismes de contrôle et par la mise en œuvre des mesures de dédouanement, ainsi que d'un coût résiduel. Ce dernier s'explique par la persistance d'une marge discrétionnaire du dirigeant malgré la mise en place d'un certain nombre de mécanismes disciplinaires et d'auto-contrôle. Notons que la perte résiduelle correspond, en effet, à la différence entre le niveau d'équilibre atteint par une organisation et l'optimum de premier rang. Ainsi, dans la théorie de l'agence, la latitude managériale est nécessairement créatrice de coûts d'agence, et donc à la base d'une destruction de valeur, car elle implique un alignement imparfait du comportement du dirigeant avec les intérêts des actionnaires. Cette théorie est alors susceptible d'expliquer la mise en place des mécanismes de GE par leur disponibilité à un coût moins important que celui subi par la firme en l'absence de tout mécanisme disciplinaire. Par conséquent, les mécanismes de GE observés dans la réalité des grandes entreprises caractérisent un état d'équilibre, qui est le résultat d'un arbitrage entre les coûts de la latitude managériale et les coûts de contrôle, l'objectif étant la minimisation du coût global. Ici, la latitude managériale signifie la capacité du dirigeant à poursuivre ses objectifs personnels. Si ces derniers divergent de l'intérêt actionnarial, la latitude discrétionnaire est en effet la cause d'une perte résiduelle.

Dans ce contexte, la technologie de contrôle disponible joue un rôle important pour la détermination des coûts[82] relatifs et l'arbitrage qui en résulte. Il s'agit là d'un facteur de contingence, qui est déjà mentionné dans le travail original de Jensen et Meckling. Son influence sur le résultat de l'analyse n'est cependant pas approfondie par les auteurs. En effet, ces derniers ne nous renseignent pas sur les raisons pour lesquelles différentes firmes ont à leur disposition différentes technologies de contrôle. Par ailleurs, les facteurs culturels ne sont pas explicités dans cette version de la théorie de l'agence, qui repose fondamentalement sur l'idée d'une rationalité qui place l'actionnaire au centre de ses calculs[83]. Compte tenu de la nature implicite d'un certain nombre d'hypothèses concernant les paramètres environnementaux, le modèle financier contenu dans Jensen et Meckling (1976) a l'apparence d'une explication universelle, indépendante du contexte spatio-temporel. En effet, bien que mentionné de manière succincte (p. 130), le processus historique, par lequel évoluent les structures institutionnelles, ne fait pas l'objet d'une analyse approfondie. Celle-ci est

[82] Cf. Jensen et Meckling (1976), p. 101.

[83] Notons que pour le type de rationalité qui sous-tend le modèle financier de Jensen et Meckling (1976), l'asymétrie d'information n'est qu'un paramètre supplémentaire à intégrer dans un calcul rationnel marginaliste. Ainsi, la théorie de l'agence ne nécessite pas le recours au concept de la rationalité procédurale. Elle suppose, en revanche, la rationalité limitée.

remplacée par un simple argument de sélection naturelle. Malgré ces limites, la théorie de l'agence a cependant le mérite d'avoir introduit l'étude des relations conflictuelles entre divers partenaires de la firme comme outil analytique de la recherche en finance.

2.2. Financement et contraintes comportementales

L'idée de base est donc relativement simple. Le dirigeant, à la poursuite d'une optimisation de son utilité personnelle, est contraint dans sa latitude d'action. Ceci permet une minimisation des coûts d'agence et, donc, une maximisation de la valeur pour les actionnaires. Mais, le modèle de Jensen et Meckling ne se résume pas à une simple énumération d'un certain nombre d'hypothèses comportementales. Ces dernières sont, au contraire, les facteurs explicatifs de différents choix de financement. En effet, le financement de la firme correspond à un arrangement contractuel entre les différentes catégories de bailleurs de fonds. Jensen et Meckling (1976) analysent trois types de financement, à savoir le financement par l'actionnaire-dirigeant, celui par les actionnaires externes et celui par endettement. A chacun de ces types de financement sont associés des coûts d'agence. Ainsi, il existe non seulement un conflit d'agence entre le dirigeant et les actionnaires externes, mais également entre les actionnaires et les créanciers. Les différentes catégories d'investisseurs (dirigeant-actionnaire, actionnaires externes, créanciers) peuvent ainsi manifester des intérêts divergents. Dans ce contexte, à chaque contrat de financement sont associées des caractéristiques particulières en termes d'incitations. En présence d'un financement par dette, par exemple, les actionnaires peuvent être incités à entreprendre des projets d'investissement plus risqués que ce qui serait optimal du point de vue des créanciers. Les incitations des différentes catégories d'investisseurs à s'approprier une partie de la richesse au détriment des autres sont ainsi créatrices de coûts d'agence. Sur cette base, Jensen et Meckling (1976) proposent une explication de la structure de financement par la minimisation des coûts d'agence. Il s'agit, donc, d'arbitrer entre les coûts d'agence associés aux différentes sources de fonds. La structure de financement réunissant endettement et fonds propres, observée dans la réalité des grandes entreprises, correspond ainsi à une situation d'équilibre.

2.3. Autofinancement et endettement – l'exemple d'un modèle explicatif de la théorie de l'agence

La théorie du *free cash flow* (autofinancement libre) de Jensen (1986) constitue l'exemple d'un modèle explicatif du choix d'un financement par dette, construit sur les propositions de la théorie de l'agence. Le modèle part de l'hypothèse que le dirigeant, poursuivant ses intérêts personnels, est incité à maximiser les ressources sous son contrôle. Ceci peut impliquer, dans certains cas, l'investissement dans des projets sous-optimaux, c'est à dire des projets dont la valeur actuelle nette (VAN) est négative. Pour ceci, il faut que la condition suivante soit satisfaite. La firme doit disposer d'un autofinancement supérieur au montant de l'ensemble des projets à VAN positive, qui se trouvent à sa disposition. C'est cet excès de ressources financières internes que Jensen appelle *free cash flow*. Dans ce contexte, le financement par dette peut s'expliquer par ses vertus disciplinaires. En effet, la dette a la particularité d'obliger la firme à effectuer des paiements d'un certain montant à certains moments, fixés contractuellement. Le non-respect de ces obligations entraîne la faillite. Par conséquent, la dette est un instrument incitant le dirigeant à « dégorger » une partie des ressources sous son contrôle pour faire face aux obligations contractuelles. Sa marge de manœuvre pour investir dans des projets non rentables s'en trouve réduite. Cette argumentation montre que les conditions de création et de répartition de richesse ne sont pas indépendantes du choix de financement. Ainsi, le choix de la dette s'explique par l'optimisation de la valeur actionnariale grâce à l'abandon des projets à VAN négative. Le financement par endettement réduit la latitude managériale pour faire converger les intérêts du dirigeant avec ceux des actionnaires. En ce sens, on peut supposer que la dette est reliée à un ou plusieurs mécanismes de GE[84]. Cependant, la théorie du *free cash flow* ne nous informe pas sur le processus décisionnel qui précède la mise en place de la dette. Qui décide de ce type de financement ? Est-il imposé au dirigeant, qui le subit, ou est-ce un moyen de dédouanement ? Théoriquement, les prises de contrôle à fort effet de levier, discutées par Jensen, ne sont qu'un moyen parmi d'autres pour imposer un endettement élevé à la firme. La théorie du *free cash flow* nous enseigne que la fonction disciplinaire de la dette est une des motivations potentielles au moment du choix d'un financement. L'analyse concrète du processus de prise de décision par les acteurs compétents en matière de politique de financement reste à approfondir.

[84] Nous rappelons que Charreaux (1997) définit le GE comme l'ensemble des mécanismes qui contraignent l'espace discrétionnaire du dirigeant.

2.4. Théorie de l'agence et évolution

Le modèle de Jensen (1986), qui repose sur l'idée d'équilibre, reste fondamentalement statique. Dans une étude plus récente, Jensen (1993) place les avancées de la théorie de l'agence dans une perspective historique. Cette analyse s'inspire du constat empirique d'un changement des comportements en termes de contrôle et de financement des grandes entreprises dans le temps. Notamment pendant les années 1980, le marché du contrôle a joué un rôle très actif au niveau de la restructuration des grandes firmes américaines. Cette période est caractérisée par un certain nombre d'expériences nouvelles, riches en enseignements concernant le GE, la structure financière et le comportement des investisseurs[85]. Le constat empirique des changements historiques reste cependant largement inexpliqué. Tout en faisant référence à la théorie dynamique de Schumpeter (p. 833), Jensen réserve l'exploration des causalités à des recherches futures. Ceci nécessite, entre autres, le développement d'outils analytiques nouveaux (p. 873). Jensen (1993) souligne notamment l'importance de l'environnement politique et réglementaire pour la politique financière et le GE (p. 872). Ce constat ne s'accompagne cependant pas d'une analyse de différents contextes institutionnels nationaux. Ainsi, bien que l'importance de la contingence institutionnelle soit en principe admise, elle reste inexpliquée. Notons, dans ce contexte, que le récit des changements historiques de la politique de financement et du GE est dominé par le cadre américain. Par conséquent, les propositions de réforme, qui sont déduites de la théorie de l'agence portent principalement sur un meilleur contrôle du dirigeant par les investisseurs financiers. Les arguments de Jensen (1993) illustrent qu'une grande partie de la réflexion de la théorie de l'agence se focalise en priorité sur l'explication des phénomènes financiers et du contrôle du dirigeant dans un contexte spatio-temporel spécifique, c'est-à-dire anglo-saxon. Elle privilégie l'analyse d'une restriction de la latitude managériale en faveur des intérêts des investisseurs financiers[86]. Cet ordre de priorité résulte de l'articulation de l'outil analytique autour d'une conception de la valeur en tant que valeur actionnariale. Dans cette perspective, les intérêts des actionnaires, supposés être les seuls créanciers résiduels, bénéficient d'une attention plus importante que les autres partenaires de la firme, auxquels on applique implicitement l'hypothèse d'une rémunération au coût marginal. Or, une telle approche s'expose au danger

[85] Cf. Jensen (1993), p. 871.

[86] Ainsi, pour Jensen (1993), un espace discrétionnaire trop important, résultant d'une culture consensuelle, apparaît comme une source d'inefficience. La citation suivante illustre ce point. « The result is a continuing cycle of ineffectiveness : by rewarding consent and discouraging conflicts, CEOs have the power to control the boards, which in turn ultimately reduces the CEO's and the company's performance » (p. 863).

d'occulter les implications potentielles d'une expropriation du dirigeant par les investisseurs. Est-ce qu'une limitation extrême de l'espace discrétionnaire du dirigeant en fonction du seul intérêt actionnarial correspond vraiment à la réalité des grandes entreprises dans différents contextes institutionnels ? Le primat des actionnaires, n'est-il pas plutôt l'expression du concept de la firme du cadre typiquement anglo-saxon ? Il nous semble ainsi que l'approfondissement de la compréhension des phénomènes organisationnels suggéré par Jensen (1993 , p. 873) doit tenir compte du rôle de la philosophie qui sous-tend le fonctionnement de la firme dans différents pays, afin d'aboutir à un « paramétrage » approprié des modèles d'agence. Ainsi, comme une piste de recherche future, Jensen, lui-même, indique l'étude de l'influence de l'opinion publique sur les structures de GE et la politique financière adoptées par la firme. Une telle prise en compte des présupposés idéologiques est cependant absente des modèles d'agence traditionnels. Dans l'esprit de ces derniers, les acteurs s'engagent dans des calculs de maximisation, avec la valeur actionnariale comme critère central. Ainsi, une transposition des modèles financiers de la théorie de l'agence à des pays autres que leur « lieu de naissance », qui se ferait sans prise en compte des différences au niveau de la philosophie en termes de valeur, risquerait d'induire des biais importants.

2.5. Elargissement de la théorie de l'agence par Hill et Jones (1992)

Les résultats des modèles financiers de la théorie de l'agence dépendent d'hypothèses comportementales très restrictives. Jones (1995), tout en reprenant la métaphore du *nœud de contrats*, montre cependant que les implications en termes d'efficience des relations d'agence ne sont pas indépendantes de l'éthique des acteurs. Ainsi, si l'éthique, sur laquelle se fondent les comportements des individus, est contrainte par le contexte culturel, il paraît difficile de transposer les résultats des modèles d'agence traditionnels à différents cadres nationaux. Jones souligne, donc, la nature contingente du fonctionnement des relations d'agence. Les contraintes structurelles imposées à la maximisation de l'utilité personnelle du dirigeant, qui font l'objet de la théorie de l'agence, peuvent avoir un coût d'opportunité plus ou moins important selon le degré de confiance. Ce dernier résulte de l'éthique des acteurs, dont la philosophie sous-jacente n'est pas forcément universelle. La minimisation des coûts d'agence dépend, donc, des relations de confiance entre acteurs. Le contrôle du dirigeant à travers des mécanismes formels devrait s'en trouver affecté. En proposant cette analyse, Jones ouvre le débat. Ce faisant, il ne met pas en cause la pertinence d'un certain nombre de résultats de la théorie de l'agence. Il met seulement en exergue leur caractère restrictif. Cet auteur s'inscrit,

par ailleurs, dans un courant de recherche qui vise à élargir l'analyse de la firme pour inclure de multiples groupes de partenaires (*stakeholders*).

Dans ce contexte, Hill et Jones (1992) signalent que la théorie de l'agence traditionnelle s'est surtout intéressée à la relation entre le dirigeant et les actionnaires[87]. Partant de ce constat, les auteurs proposent un cadre d'analyse permettant de tenir compte des relations contractuelles entre l'ensemble des partenaires, qui apportent des ressources à la firme. Hill et Jones s'inspirent des travaux de Jensen et Meckling, dans la mesure où ils reconnaissent l'utilité d'une représentation de la firme comme nœud de contrats. Au centre de l'analyse se trouve ainsi la relation entre agent et *stakeholders* (partenaires de la firme). Les auteurs substituent, en effet, cette relation au couple principal-agent, qui paraît trop restrictif. Le dirigeant est l'agent des autres partenaires de la firme. Au centre du nœud de contrats, il occupe une position privilégiée, étant le médiateur entre les intérêts divergents. Les contrats, qui lient les différents partenaires de la firme au dirigeant, stipulent les conditions de sauvegarde de leurs intérêts. La légitimité de ces intérêts repose sur une relation d'échange. Dans ce contexte, les structures de GE sont les mécanismes assurant le respect des intérêts fixés dans les contrats. Toujours selon l'analyse de Hill et Jones (1992), ces mécanismes impliquent un coût de fonctionnement (p. 138). Comme le contrôle par les structures de GE ne peut jamais être exhaustif, il subsiste, par ailleurs, une perte d'utilité résiduelle pour les divers *stakeholders*. Cette perte est, en effet, la conséquence de l'espace discrétionnaire du dirigeant, qui est capable d'utiliser une partie des ressources de la firme pour la poursuite de ses objectifs personnels[88]. On retrouve, donc, dans l'analyse de Hill et Jones, un certain nombre d'éléments de la théorie de l'agence. Ainsi, les coûts qui résultent du fonctionnement des mécanismes de contrôle et de la perte résiduelle sont des coûts d'agence. Mais, contrairement au modèle financier contenu dans Jensen et Meckling (1976), la théorie de l'agence des *stakeholders* (*stakeholder-agency theory*) applique ce concept à un plus grand nombre de relations, qui dépassent celles entre les seuls fournisseurs de ressources financières.

[87] Notons cependant que ceci ne signifie pas qu'elle exclut la possibilité d'une analyse des relations avec les autres partenaires de la firme.

[88] Nous pouvons dores et déjà retenir qu'une telle analyse de la latitude managériale est critiquable en ce qu'elle suppose l'ensemble des opportunités d'investissement donné et indépendant de l'espace discrétionnaire du dirigeant. Or, Castanias et Helfat (1992) nous montrent que la marge discrétionnaire peut, au contraire, être source de valeur. Dans l'analyse de ces derniers, le dirigeant est en effet incité à poursuivre des projets créateurs de valeur par l'existence d'une certaine marge discrétionnaire.

Charreaux (1999) montre que les fondements de la théorie de l'agence ne sont, en principe, pas incompatibles avec une analyse des processus. Il indique, en effet, que la sélection naturelle peut expliquer la survie et la prolifération des formes organisationnelles efficientes au second degré par l'élimination ou l'adaptation des formes dominées. Dans ce contexte, le processus de sélection s'opère vraisemblablement sur le long terme (cf. Charreaux, 1999, p. 114), ce qui permet l'apparition et la survie temporaire de structures uniquement efficientes au troisième degré. Bien que cohérente avec la théorie de l'agence traditionnelle, l'analyse des processus d'ajustement a été relativement négligée par cette dernière. Hill et Jones (1992) soulignent l'intérêt de l'analyse dynamique des processus d'ajustement. Dans leur étude, ils se détachent d'une représentation en termes d'équilibre parfait du marché. Hill et Jones admettent, en effet, l'existence d'inefficiences à court et moyen terme. Il nous semble que de telles inefficiences relatives proviennent potentiellement de la coexistence de plusieurs formes organisationnelles efficientes au troisième degré, dont certaines sont dominées. Dans l'analyse de Hill et Jones (1992), le déséquilibre du marché peut s'expliquer par des changements, causés par des chocs externes ou par des innovations[89], qui modifient les relations d'équilibre. La persistance du déséquilibre, et des différentiels de pouvoir[90] qui en résultent, peut s'expliquer par des frictions au niveau des processus d'ajustement du marché. Dans ce contexte, l'ajustement structurel, visant à réduire les différentiels de pouvoir, serait caractérisé par une certaine inertie. Faisant référence aux approches évolutionnistes, Hill et Jones mettent ainsi en exergue un élément dynamique. Plutôt que de se focaliser sur l'analyse d'un état d'équilibre hypothétique, ils mettent l'accent sur les processus d'ajustement des intérêts des différentes parties prenantes. L'existence simultanée de différents degrés d'efficience est admise. Dans l'évolution des structures, la sélection naturelle éliminerait, cependant, (à long terme) les arrangements les plus inefficients, c'est à dire dominés. Pour reprendre la terminologie de Charreaux (1999), la sélection implique donc une tendance vers l'efficience au second degré.

Le dirigeant occupe une place centrale dans le cadre d'analyse proposé par Hill et Jones (1992) parce qu'il est l'agent contractuel, qui est en relation avec toutes les autres parties prenantes apportant des ressources à la firme. Il doit arbitrer entre leurs intérêts divergents. Ces intérêts concernent notamment l'agencement des flux de rentes

[89] De telles innovations sont susceptibles d'être la cause de l'apparition de structures efficientes au troisième degré.
[90] Rappelons que l'efficience au troisième degré admet la possibilité que tous les partenaires de la firme (*stakeholders*) ne participent pas forcément aux négociations.

organisationnelles (cf. Hill et Jones, 1992, p. 145). Comme médiateur entre les différents partenaires de la firme, le dirigeant joue un rôle actif. En ce sens, parmi l'ensemble des *stakeholders*, il occupe une position particulière. En effet, les intérêts, parmi lesquels il doit trancher, incluent les siens. Comme les différentiels de pouvoir jouent souvent en sa faveur, le dirigeant est capable de poursuivre une stratégie active, lui permettant de réduire les contrôles qui lui sont imposés par les autres partenaires de la firme. En réduisant les contraintes qui pèsent sur lui, il est capable d'élargir sa latitude d'action. Un des moyens, par lesquels un tel résultat peut être atteint, est la réduction du pouvoir des autres partenaires de la firme. A ce niveau, la politique de financement peut jouer un rôle important. Hill et Jones (1992) expliquent, en effet, que la gestion active de la structure du capital permet au dirigeant de fractionner le pouvoir des partenaires financiers. En ce sens, un actionnariat dispersé possède moins de moyens de pression sur le management qu'un actionnariat concentré. La possibilité d'une gestion active de la structure du capital par le dirigeant implique, sur le plan conceptuel, qu'il s'agit d'un acteur à part entière, et non pas seulement d'un relais passif qui exécuterait automatiquement ce que les structures de contrôle lui imposent. Concernant les implications du comportement stratégique du dirigeant en termes d'efficience, Hill et Jones supposent que l'accroissement de la latitude managériale accroît la perte résiduelle (p. 149). Ainsi, comme les tenants de la théorie de l'agence traditionnelle, ils supposent que la restriction de l'espace discrétionnaire est créatrice de valeur. Notons, à ce sujet, que dans le modèle de Hill et Jones (1992) les autres partenaires de la firme ne sont pas passifs non plus (p. 150). Ils possèdent des incitations à modifier, à leur tour, les structures de contrôle. Ces incitations proviennent du différentiel de pouvoir en faveur du dirigeant et de la perte d'utilité qui en découle pour eux. Il en résulte que les structures de GE ne sont jamais statiques, mais changent au cours du temps en fonction des opportunités d'accroissement de l'utilité des différents partenaires de la firme. Cependant, dans l'analyse de Hill et Jones, le processus de modification des opportunités d'appropriation de rentes par les divers *stakeholders* reste inexpliqué. Notamment, l'idée de la perception des opportunités, dépendante des limites cognitives des acteurs[91], comme motivation d'une stratégie n'est pas exploitée par la théorie de l'agence. Elle est cependant identifiée par cette dernière et *a priori* compatible avec ses postulats. Ainsi, Jensen et Meckling (1994) explicitent le modèle du comportement humain, qui sous-tend les travaux de la théorie de l'agence. Notamment leur discussion du *postulat IV* signale l'importance de la reconnaissance des limites cognitives des acteurs et de leur influence sur l'évolution de l'ensemble des opportunités. La citation suivante est tout à fait significative à

[91] Cf. North (1993).

cet égard. « Although an individual's opportunity set is limited at any instant in time by his or her knowledge and the state of the world, that limitation is not immutable. Human beings are not only capable of learning about new opportunities, they also engage in resourceful, creative activities that expand their opportunities in various ways. »[92] (Jensen et Meckling, 1994, p. 5). Nous verrons plus loin que l'approfondissement de l'analyse de cet aspect cognitif s'avère très riche pour l'amélioration de la compréhension du processus de changement des structures de GE en relation avec la politique de financement. Notre définition du schéma mental, proposée au début du présent chapitre, est conçue dans cet esprit.

2.6. Approche *stakeholders* et politique de financement

L'impact d'une prise en compte de l'ensemble des partenaires de la firme sur les prédictions de la théorie financière est illustré par l'étude de Cornell et Shapiro (1987). Ces auteurs font remarquer que, traditionnellement, la théorie financière s'est surtout focalisée sur l'analyse des relations entre les investisseurs financiers *stricto sensu* et la firme. Cette vision leur paraît cependant trop étroite pour expliquer les phénomènes financiers réels. Pour fonder cet argument, ils soulignent l'importance des droits implicites détenus par les différentes catégories de partenaires de la firme. Ces droits existent, car, dans un monde incertain, la rédaction de certains contrats explicites entraînerait un coût prohibitif. En même temps, les droits implicites sont risqués. Ceci implique que les *stakeholders* autres que les seuls investisseurs financiers sont des créanciers résiduels. C'est-à-dire qu'il est impossible de leur garantir *ex ante* une rémunération au coût d'opportunité. Une partie de la rente organisationnelle, qu'ils s'attendent à percevoir, est variable et dépend du comportement futur du dirigeant. Ainsi, les droits implicites font partie de la rémunération des différentes parties prenantes pour leur apport de ressources à la firme. La sécurité de l'emploi constitue un exemple d'un droit implicite détenu par les salariés[93]. Cette partie implicite de la richesse des *stakeholders* n'est cependant pas diversifiable, et le risque, qui lui est imminent, peut avoir un impact sur la valeur de la firme. Cornell et Shapiro proposent, donc, une vision élargie de la valeur de la firme, qui se rapproche de la définition de la valeur partenariale. Cette dernière « s'appuie sur une mesure globale de la rente créée par la firme en relation avec les différents SH [*stakeholders*] et non les seuls actionnaires » (Charreaux et Desbrières, 1998, p. 60).

[92] « *Malgré le fait que les opportunités d'un individu soient à chaque instant limitées par sa connaissance ainsi que par l'état du monde, cette limitation n'est pas immuable. Les êtres humains sont non seulement capables d'apprendre des opportunités nouvelles, mais ils investissent également leurs ressources humaines dans des activités créatives , qui étendent leurs opportunités de façons variées.* » (notre propre traduction).
[93] Pour d'autres exemples, cf. Cornell et Shapiro (1987), p. 6.

Néanmoins, ils supposent que les anticipations rationnelles des investisseurs sur le marché des capitaux font que les variations de la richesse de tous les *stakeholders* se reflètent dans le cours de l'action. Ceci tient au fait que la capacité de la firme à vendre des droits implicites à l'avenir dépend de la confiance des parties prenantes par rapport au respect des engagements implicites passés. Si les investisseurs sont rationnels, cette relation est parfaitement anticipée, ce qui influe sur l'évolution du cours du titre.

Afin d'expliciter la création de valeur par les engagements implicites, Cornell et Shapiro ont recours au concept de capital organisationnel. Ils le définissent à l'aide d'un bilan élargi. Le capital organisationnel consiste, en effet, en la valeur de l'ensemble des droits implicites que la firme compte vendre à l'avenir. Il est inscrit à l'actif du bilan élargi. Au passif, on retrouve les dettes organisationnelles, qui sont l'ensemble des engagements implicites de la firme envers ses partenaires. Dans ce contexte, financement et création de valeur ne sont pas indépendants, dans la mesure où la possibilité de créer du capital organisationnel dépend du respect du service de la dette organisationnelle.

L'existence des engagements implicites joue un rôle important dans la formulation de la politique de financement. Sur la base des concepts préalablement définis, Cornell et Shapiro expliquent ainsi le ratio entre dettes et fonds propres par un argument de coûts d'agence. Suivant leur argumentation, le choix d'une structure financière privilégiant le financement par capitaux propres externes serait un moyen de dédouanement du dirigeant vis-à-vis des partenaires détenant des droits implicites sur la firme. En effet, le fait de recourir d'abord au financement le plus coûteux au niveau de la hiérarchie des sources financières (*pecking order*) permettrait l'accumulation d'un potentiel important pour la mobilisation future de liquidités. Ceci constitue une garantie des paiements futurs destinés aux détenteurs des droits implicites. L'idée de base consiste donc en l'aménagement de possibilités de financement peu coûteuses pour l'avenir. Il s'agit de ce que Myers et Majluf (1984) appellent la constitution d'un *slack* financier. Le coût élevé du financement par capitaux propres externes au départ, alors que des financements moins chers sont potentiellement disponibles, peut donc être assimilé à un coût d'agence au sens de Jensen et Meckling (1976). L'augmentation du coût du capital résultant de la stratégie de dédouanement du dirigeant est en effet un coût d'agence, en contrepartie duquel les partenaires de la firme attendent une garantie de la rémunération des intérêts implicites à l'avenir. La validité de ce raisonnement dépend de l'importance des contrats implicites entre la firme et ses partenaires.

Le mérite de l'analyse de Cornell et Shapiro (1987) est d'avoir mis l'accent sur les implications financières des relations entre la firme et toutes les parties prenantes, qui sont plus nombreuses que les seuls investisseurs financiers. Un élément central de leur étude est le recours au concept de capital organisationnel. La possibilité de rendre opérationnelle cette notion pour les besoins d'analyses empiriques est cependant contrainte par la mesurabilité des dettes et du capital organisationnels. Dans ce contexte, Cornell et Shapiro (1987) font remarquer que le développement d'un instrument de mesure dépasse l'objectif de l'article. A côté de ce problème pratique, l'argumentation théorique elle-même connaît des limites. Ainsi, le seul motif du dédouanement pour expliquer les choix de financement paraît relativement restrictif. Aussi, les auteurs n'expliquent pas les motivations du dirigeant à engager une stratégie de dédouanement. Globalement, les mécanismes contraignant le comportement du dirigeant, afin de l'aligner avec les intérêts des autres *stakeholders*, restent relativement inexplorés par le modèle. Ce dernier a tendance à se focaliser sur l'auto-contrôle. L'objectif d'une telle auto-régulation est l'optimisation des intérêts de l'ensemble des partenaires, qui trouve son écho dans le cours boursier. A ce niveau, la distinction entre valeur partenariale et valeur actionnariale n'est pas nette. Qu'en est-il des intérêts divergents entre différentes catégories de *stakeholders* et des contraintes institutionnelles autres que les mécanismes du marché permettant leur alignement ? Ainsi, bien qu'ayant signalé l'importance des relations entre parties prenantes pour la politique financière, le cadre d'analyse de Cornell et Shapiro (1987) s'intéresse peu aux institutions, qui régissent ces relations.

Section 3 : Les apports de la théorie des coûts de transaction

Bien que les mécanismes d'incitation et de contrôle analysés par la théorie de l'agence constituent potentiellement un élément important d'une véritable théorie du GE, les modèles financiers du courant initié par Jensen et Meckling (1976) sont peu explicites concernant l'ensemble de leurs hypothèses sous-jacentes en termes de *corporate governance*. Pour une meilleure compréhension du processus du choix de financement, l'étude approfondie du fonctionnement des mécanismes de GE, aussi bien au niveau organisationnel qu'au niveau institutionnel, semble cependant indispensable. Dans ce contexte, un autre champ théorique, à savoir la théorie des coûts de transaction, s'inspire également de l'idée d'intérêts divergents pour expliquer les choix financiers. Ce courant de recherche, initié par Ronald Coase (1937) et développé notamment par Oliver Williamson, avait comme premier objectif d'expliquer la

frontière entre le marché et la firme. Autrement dit, si le marché permet une coordination efficace, pourquoi la firme existe-t-elle ? L'explication réside en l'existence de coûts de transaction. Malgré cet objectif initial manifestement différent de notre problématique, la théorie de Williamson s'est également intéressée aux choix de financement, assimilant les moyens de financement à des structures de gouvernance. Ce faisant, elle souligne l'importance des mécanismes de contrôle permettant un ajustement des comportements *ex post* pour les décisions financières. Toujours dans le souci de trouver des éléments théoriques permettant une explication des liens entre GE et politique de financement, nous allons exposer les hypothèses fondamentales de la théorie des coûts de transaction (3.1.) avant de présenter leurs implications financières (3.2.). Enfin, nous allons aborder quelques extensions du modèle de Williamson (3.3.).

3.1. Les hypothèses fondamentales de la théorie des coûts de transaction

Dans son ouvrage de 1985, Oliver Williamson expose un modèle théorique pour l'explication de la gouvernance de différents types de transactions. Dans ce contexte, une *governance structure* constitue un mécanisme de protection des parties prenantes contre un éventuel comportement opportuniste au cours du déroulement de la transaction. Ainsi, Williamson (1988) exprime l'objectif de l'organisation économique dans les termes suivants : « craft governance structures that economize on bounded rationality while simultaneously safeguarding the transactions in question against the hazards of opportunism »[94] (p. 569). Dans ce contexte, les ingrédients du modèle théorique sont deux types de gouvernance polaires, à savoir la gouvernance par des règles impersonnelles (d'une institution de marché) et la gouvernance discrétionnaire (exercée à l'intérieur d'une hiérarchie).

Williamson applique son modèle à divers problèmes de la théorie de la firme, et notamment à la politique financière[95]. Comme notre thèse cherche également à éclairer les liens entre GE et politique de financement, le rappel des principaux résultats des travaux de Williamson permettra de situer nos propres recherches par rapport à ce référentiel théorique, qui bénéficie d'une certaine attention de la part des chercheurs en finance. Cette démarche contribue à la construction du cadre conceptuel. En effet, certaines hypothèses comportementales du modèle de Williamson sont proches de celles développées par la théorie

[94] « *concevoir des structures de gouvernance qui permettent d'économiser la rationalité limitée tout en protégeant les transactions en question contre les risques de l'opportunisme* » (notre propre traduction).
[95] Cf. Williamson (1988).

de l'agence. Ainsi, on retrouve le thème de la sélection naturelle et du principe d'efficacité comme schéma explicatif. Sur ce fond, l'idée principale de la théorie des coûts de transaction consiste à dire que les individus sont opportunistes. Il y a, donc, une certaine proximité avec le constat d'intérêts divergents, qui est central à la théorie de l'agence. Cependant, l'hypothèse d'opportunisme paraît plus forte, dans la mesure où elle suppose une recherche de l'intérêt personnel par les acteurs, qui n'hésiteraient pas à tricher pour arriver à leurs fins. Notons néanmoins que les explications du modèle williamsonien n'exigent pas que tous les acteurs soient effectivement opportunistes. La simple *possibilité* d'un comportement opportuniste est suffisante. Par ailleurs, les concepts de risque moral et de coût d'agence issus de la théorie de l'agence sont susceptibles de trouver une explication par l'hypothèse d'opportunisme. Ce dernier est, en effet, une cause possible du risque moral. Dans la théorie des coûts de transaction, le GE se justifie par l'opportunisme latent, dans la mesure où la rationalité des acteurs est limitée. Cette limitation implique, en effet, que les contrats qui régissent les transactions sont nécessairement incomplets. Les individus sont incapables de prévoir toutes les contingences futures. Si les parties, qui s'engagent dans une transaction, sont opportunistes et incapables de spécifier, *ex ante*, tous les ajustements nécessaires dans le cas d'un comportement déviant, ceci nécessite la mise en place de mécanismes de contrôle capables de permettre le meilleur ajustement sous contrainte de rationalité limitée. Les contractants vont, donc, essayer de se protéger au maximum contre une spoliation de leurs intérêts, tout en économisant les ressources cognitives rares.

La rationalité limitée et l'opportunisme sont les caractéristiques des individus, qui expliquent la nécessité de la mise en place des structures de GE. L'explication du choix concret entre différentes structures requiert l'introduction d'un élément supplémentaire, à savoir la spécificité des actifs sur lesquels porte la transaction. L'idée sous-jacente consiste à dire que différentes structures de GE possèdent des caractéristiques appropriées à des degrés divers de spécificité. Williamson définit la spécificité d'un actif par la perte de valeur que ce dernier subit s'il n'est pas utilisé dans le contexte, pour lequel il était destiné à l'origine. Autrement dit, plus un actif est spécifique, plus il perd de la valeur lorsqu'il est utilisé hors contexte. Par conséquent, un individu qui investit dans un actif spécifique à une relation a tout intérêt à continuer cette relation. En même temps, cette situation l'expose au risque de *hold-up* (prise en otage) par son cocontractant. Ce dernier peut, en effet, tirer profit du fait que l'autre partie ne peut sortir de la relation contractuelle qu'à un coût élevé, afin de s'approprier une partie de la quasi-rente. Les acteurs, étant conscients de ce problème, vont faire appel à

une structure de GE, qui leur permet de se protéger contre l'expropriation des fruits de leur investissement. Dans le cas des actifs spécifiques, le contrôle hiérarchique paraît comme le plus adapté, alors qu'un contrôle par le marché s'avère le moins coûteux pour des actifs peu spécifiques. Ceci s'explique par le fait que les actifs à faible spécificité soient facilement redéployables sur le marché. La sortie de la relation contractuelle constitue, dans ce cas, un moyen efficace pour sanctionner un comportement déviant.

Dans ce contexte, les coûts de transaction sont les coûts qu'entraîne le fonctionnement des structures de GE. Ces coûts dépendent entre autres de l'alignement des différents types de structures avec les diverses catégories de transactions. Autrement dit, pour une structure de GE donnée, le coût de la transaction n'est pas le même selon le degré de spécificité des actifs. En tenant compte de ces arguments, l'explication du choix structurel repose sur l'idée d'une minimisation des coûts de transaction. Comme la théorie de l'agence, les travaux de Williamson se fondent, donc, sur des solutions contractuelles efficientes. Nous constatons ainsi que le principe d'efficience constitue la pierre angulaire des théories contractuelles. Dans ce contexte, Charreaux (1999, p. 106) fait remarquer que la notion d'efficience retenue par la théorie des coûts de transaction, qui fait référence au critère de « remédiabilité », correspond à l'efficience de second degré de la théorie de l'agence. Comme cette dernière, la remédiabilité implique, non pas un optimum dans l'absolu, mais la meilleure solution parmi toutes celles pouvant être décrites et mises en œuvre, dans un contexte et à un instant donnés.

3.2. Théorie des coûts de transaction et politique de financement

Le modèle que nous venons de rappeler permet à Williamson d'émettre un certain nombre d'hypothèses concernant le lien entre GE et choix financiers. Le point de départ de sa séquence d'argumentation est de refuser l'approche, selon laquelle l'endettement et les fonds propres seraient de simples instruments de financement. Il s'agirait, en effet, de structures de gouvernance, régulant la relation entre la firme et les apporteurs de fonds. Dans ce cadre théorique, la dette est une structure de GE caractérisée par un contrôle selon des règles standardisées. Ainsi, le contrat de dette spécifie les paiements d'intérêts à des intervalles réguliers, soumet l'entreprise à des tests de liquidité, oblige au remboursement des fonds empruntés et confère la priorité, dans le cas d'une liquidation, aux créanciers[96]. Les conditions d'exécution des obligations contractuelles sont, par ailleurs, très strictes. Les fonds propres,

[96] Cf. Williamson (1988), p. 579-580.

au contraire, permettent un contrôle plus souple. La structure de GE, qui leur est associée, peut être décrite de la façon suivante. Les actionnaires ont un statut de créanciers résiduels, la durée de vie du financement par fonds propres correspond à la durée de vie de la firme, et les actionnaires sont représentés par le conseil d'administration. Ce dernier exerce un contrôle de type discrétionnaire[97] sur la gestion de la firme. Cette assimilation des types de financement à des structures de GE permet à Williamson d'appliquer le modèle des coûts de transaction à la politique de financement. En effet, compte tenu des arguments précédents, la dette possède les caractéristiques du contrôle par le marché, hautement standardisé, alors que les fonds propres s'apparentent à un contrôle hiérarchique. Il s'en suit que le financement le plus approprié pour les projets spécifiques est le financement par fonds propres. L'endettement, au contraire, est la solution la moins coûteuse pour le financement des actifs les plus facilement redéployables. Ainsi, l'analyse de Williamson met l'accent sur le lien entre politique de financement et politique d'investissement. Par conséquent, la stratégie de création de valeur ne se conçoit pas indépendamment du financement et des mécanismes de GE qui accompagnent ce dernier.

3.3. Limites et extensions du modèle fondamental

Les limites du modèle fondamental de Williamson pour une explication du processus de formulation de la politique de financement dans différents contextes institutionnels résident notamment dans l'universalité, à laquelle prétendent ses définitions. Ainsi, l'opportunisme, dans sa forme forte, ne correspond pas forcément aux constats empiriques dans différents contextes culturels. A ce sujet, nous avons déjà cité Jones (1995), qui analyse l'impact de l'éthique sur la théorie de la firme. Aussi, la définition que propose Williamson de la rationalité limitée est peu explicite par rapport aux heuristiques mentales, dont se servent les acteurs pour réduire l'incertitude qui caractérise leurs choix. Or, les théories, que les individus détiennent sur la réalité et qui les aident à résoudre leurs problèmes, sont susceptibles de différer d'un contexte culturel à un autre. Nous allons montrer plus loin que cela a des implications importantes pour l'évolution des structures de GE. Sur un plan plus technique, Williamson propose une définition « standard » de différents types de financement. Les prédictions de son modèle dépendent ainsi essentiellement des caractéristiques en termes de gouvernance qu'il attribue à la dette et aux fonds propres. Il semble cependant irréaliste de supposer que ces caractéristiques soient identiques, quel que soit le pays, dans lequel se situe

[97] Le contrôle discrétionnaire peut être opposé au contrôle par des règles, puisqu'il permet une influence active des administrateurs sur le comportement du dirigeant. Ceci permet des ajustements souples après la mise en place de la relation contractuelle, en fonction des contingences futures imprévues.

la firme. Plus globalement, le contexte institutionnel est considéré comme exogène dans le modèle fondamental de la théorie des coûts de transaction.

Ceci n'exclut cependant pas une application des outils analytiques issus de la théorie des coûts de transaction à différents pays. Dans un article de 1991, Williamson s'inspire d'une distinction entre les arrangements institutionnels concernant les partenaires d'une transaction particulière et l'environnement institutionnel plus large[98]. Au niveau du modèle, il propose de traiter l'environnement institutionnel comme un ensemble de paramètres, qui influencent les fonctions de coût des différentes structures de GE. Ainsi, les coûts de transaction des différentes structures, comme la dette et les fonds propres, peuvent être différents selon le contexte institutionnel, dans lequel on se situe. Ceci implique que, selon la valeur des paramètres environnementaux, la spécificité d'un actif, au dessus de laquelle un financement par fonds propres est moins coûteux que la dette, est plus ou moins forte. La logique explicative, qui est celle de la minimisation des coûts de transaction est la même que dans le modèle fondamental. Avec cette analyse, Williamson reconnaît explicitement l'importance du contexte institutionnel. Ce dernier reste cependant exogène à son modèle.

Section 4 : Gouvernement des entreprises et politique de financement – synthèse des principaux apports et limites des théories de l'agence et des coûts de transaction

Nous allons, à présent, résumer les arguments centraux des théories de l'agence et des coûts de transaction par rapport à une modélisation du lien entre GE et politique de financement (4.1.). Dans leur formulation initiale, ces deux champs théoriques comportent cependant un certain nombre de limites pour expliquer le financement des entreprises au cours du temps et dans différents pays. Ainsi, les problèmes posés par une vision statique font l'objet du paragraphe 4.2., alors que le paragraphe 4.3. met l'accent sur la prise en compte insuffisante du contexte institutionnel. Le cadre conceptuel, que nous proposons au chapitre 2, va devoir dépasser ces limites, afin de parvenir à une meilleure compréhension du lien dynamique entre GE et politique de financement des entreprises dans différents contextes nationaux.

[98] Cf. Williamson (1991), « Comparative Economic Organization : The Analysis of Discrete Structural Alternatives », *Administrative Science Quarterly*, p. 287.

4.1. Le GE comme un ensemble de contraintes de la politique de financement

Une composante fondamentale des modèles des théories de l'agence et des coûts de transaction est l'identification de plusieurs catégories de partenaires de la firme, dont les relations sont potentiellement chargées de conflits. Dans les travaux fondateurs de la théorie de l'agence, l'accent est mis sur la relation entre le dirigeant, auquel les propriétaires ont délégué la gestion de la firme, et les investisseurs, qui apportent les fonds nécessaires au fonctionnement de la firme. L'hypothèse centrale consiste à dire que, sans incitations et contrôles particuliers, le dirigeant poursuit une maximisation de son utilité personnelle. En effet, le dirigeant étant caractérisé par un opportunisme latent, il est susceptible de poursuivre une stratégie d'appropriation d'avantages personnels au détriment des investisseurs extérieurs. Dans ce contexte, ces derniers doivent craindre une expropriation des fruits de leurs investissements, car les asymétries informationnelles et leur rationalité limitée rendent difficile une garantie exhaustive de leurs intérêts. Compte tenu du caractère prétendument opportuniste des dirigeants, les structures de GE ont pour fonction la protection des intérêts des investisseurs. Il s'agit, en effet, d'un certain nombre de mécanismes d'incitation et de contrôle permettant l'alignement du comportement du dirigeant avec l'intérêt des investisseurs, et notamment celui des actionnaires.

Les théories de l'agence et des coûts de transaction établissent un lien entre GE et politique de financement, dans la mesure où le choix d'un financement coïncide avec le choix d'une structure de gouvernance. Cependant, les modèles sont relativement silencieux concernant les acteurs effectuant ce choix. Pour citer un exemple, rappelons que Jensen (1986) analyse le financement par dette comme la mise en place d'un mécanisme disciplinaire incitant le dirigeant à gérer dans l'intérêt des actionnaires. Ainsi, dans ce modèle, la politique de financement correspond à la recherche d'une solution contractuelle optimale du conflit d'agence, qui oppose le dirigeant aux actionnaires. Une certaine ambiguïté persiste, néanmoins, concernant les acteurs qui décident de la mise en place des mécanismes disciplinaires. La simple invocation des forces de la compétition permet, en effet, l'évacuation d'une explication plus approfondie du rôle des différents types d'acteurs. La théorie des coûts de transaction est relativement proche de la théorie de l'agence, dans la mesure où elle associe également les moyens de financement à des mécanismes de gouvernance. Beaucoup plus que

la théorie de l'agence, elle insiste cependant sur les mécanismes de contrôle permettant des ajustements *ex post* des comportements. En ce sens, les deux théories sont complémentaires[99]. Elles ont en commun une vision, selon laquelle les financements sont assortis d'un certain nombre de mécanismes de protection des investisseurs, qui donnent plus ou moins de latitude d'action au dirigeant.

Dans cette perspective, l'objectif des structures d'incitation et de contrôle est une limitation maximale de l'espace discrétionnaire du dirigeant, dans le but d'une gestion conforme aux intérêts des investisseurs. Ces derniers ne sont, en effet, disposés à contribuer au financement de la firme que dans la mesure, où ils peuvent s'attendre à une rémunération appropriée de leur contribution. La justification de la rémunération des actionnaires se fait, dans ce contexte, par l'invocation du risque qu'ils supportent en tant que créanciers résiduels. Cette approche établit ainsi une hiérarchie entre les actionnaires, qui sont les principaux, et le dirigeant, qui est leur agent.

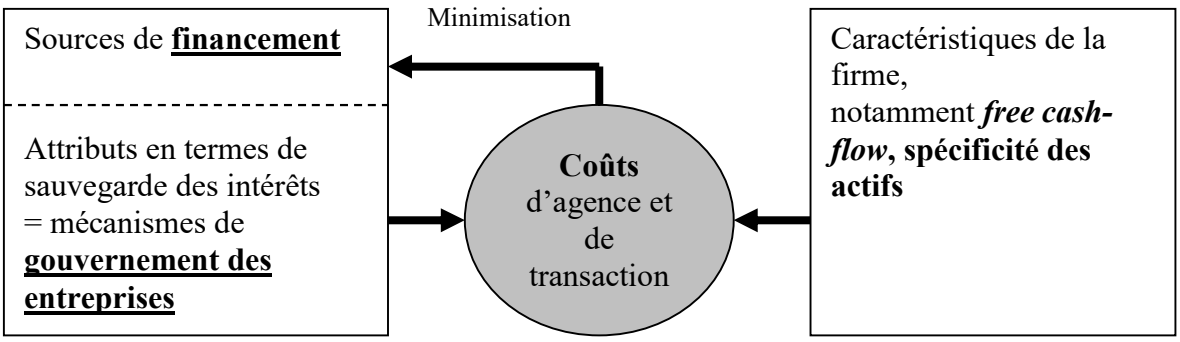
A l'intérieur d'un système de GE donné, l'existence de sauvegardes institutionnelles pour les différentes catégories d'investisseurs constitue potentiellement une incitation pour ces dernières à contribuer au financement de la firme[100]. Dans ce contexte et pour une entreprise particulière, le choix d'un financement concret s'explique par la recherche d'une minimisation des coûts d'agence et/ou des coûts de transaction en fonction des caractéristiques de la firme. Ces caractéristiques sont notamment la disponibilité éventuelle d'un autofinancement libre (*free cash flow*) et la spécificité des actifs. C'est en effet la confrontation de ces caractéristiques avec les mécanismes de GE, qui accompagnent le financement, qui est la source des coûts d'agence et des coûts de transaction plus ou moins élevés. Pour illustrer ce propos, prenons l'exemple du modèle financier de Williamson (1988). Ce dernier suppose implicitement[101] que le système de GE est tel que la dette correspond systématiquement à une gouvernance par les marchés alors que les capitaux propres s'accompagnent toujours d'une gouvernance hiérarchique. Dans un tel contexte institutionnel, une firme caractérisée par une grande spécificité de ses actifs privilégie le financement par capitaux propres pour minimiser les coûts de transaction. Un alignement d'une transaction spécifique avec une gouvernance par les marchés, ce qui impliquerait le choix de la dette,

[99] Williamson (1988) propose une comparaison des théories de l'agence et des coûts de transaction et conclut à leur complémentarité. Précisons toutefois que les aspects *ex post* ne sont pas ignorés par la théorie de l'agence.
[100] Pour une illustration de ce propos, cf. l'étude empirique de La Porta et al. (1997).
[101] Rappelons que chez Williamson le cadre institutionnel est supposé exogène.

exposerait en effet le créancier à l'opportunisme du dirigeant. Les dispositions standardisées du contrat de dette ne permettent pas un contrôle approprié de la survenance potentielle de situations imprévues fort complexes dans le contexte de projets spécifiques. La latitude qui en résulte pour le dirigeant confère à ce dernier la possibilité d'agir d'une façon opportuniste. La perte résiduelle au sens de la théorie de l'agence, qui est attribuable au comportement non contrôlé du dirigeant, s'en trouve élargie. Ainsi, le choix efficient d'une structure de gouvernance appropriée, c'est-à-dire le financement par capitaux propres pour les actifs spécifiques, entraîne la restriction de l'espace discrétionnaire du dirigeant. Celle-ci augmente l'efficience, dans la mesure où la diminution du terrain d'articulation de l'opportunisme induit potentiellement une diminution de la perte résiduelle.

Concernant l'importance des coûts de transaction, le système de GE d'un pays peut être analysé comme un ensemble de paramètres de la fonction de coûts, qui résulte de la confrontation d'une structure de GE et de différents types de transactions[102]. En ce sens, le système de GE national détermine les attributs des différents choix de financement en termes de sauvegarde des intérêts des investisseurs. Plus généralement, on peut dire qu'il s'agit d'un ensemble de contraintes institutionnelles, qui délimite les choix financiers potentiels et conditionne leurs implications en termes de coûts. Dans ce référentiel théorique, le choix d'une politique de financement particulière s'explique par la minimisation des coûts grâce au mécanisme de GE, qui accompagne le financement. Nous proposons une représentation graphique de cette relation dans le schéma suivant.

Figure 5 : Explication des choix de financement par les théories de l'agence et des coûts de transaction



[102] Nous rappelons, à ce sujet, l'analyse de Williamson (1991) présentée dans le point 3.3. de la section précédente.

4.2. Les limites d'une vision statique

Les modèles explicatifs des choix financiers issus des théories de l'agence et des coûts de transaction sont fondamentalement déterministes[103]. La minimisation des coûts d'agence et des coûts de transaction guide quasi automatiquement les décisions de financement, qui donnent lieu à une situation d'équilibre. Ces explications sont statiques, ne permettant pas d'étudier le processus d'éventuels changements des structures de GE et des choix financiers dans le temps. Bien que ce référentiel théorique permette de la statique comparative, donnant lieu à l'évaluation des conditions de l'efficience relative de différents types d'équilibre, l'analyse du processus d'ajustement lui-même, conduisant d'un état d'équilibre à un autre, a été négligée par les travaux les plus traditionnels. Pourtant, les hypothèses évolutionnistes qui sous-tendent les théories positive de l'agence et des coûts de transaction sont en principe tout à fait compatibles avec une vision dynamique. Malgré cela, les premiers modèles financiers ont une apparence statique. Ainsi, Jensen et Meckling (1976) font explicitement abstraction des aspects dynamiques pour les besoins de leur modèle[104] (p. 87). La théorie des coûts de transaction proposée par Williamson souffre également d'un caractère profondément statique. Ainsi, Hirsch et Lounsbury (1996) font une critique de la nature déterministe des travaux de Williamson, tout en les comparant à l'approche de Douglass North, qui permet d'intégrer des éléments dynamiques.

Dans la théorie de Williamson, les choix financiers se font comme si la firme s'engageait dans des calculs de coûts rapides, suite auxquels les financements optimaux seraient mis en place de manière instantanée. Par conséquent, les dirigeants apparaissent comme des automates[105], exécutant les solutions optimales. Dans cette approche, ils sont, en

[103] Nous entendons ici le mot déterminisme dans le sens de *parfaitement déterminé par une sorte de loi universelle*. Ainsi, bien que les théories contractuelles postulent un individu capable de choix au capacités cognitives limitées, les modèles financiers issus de ce courant donnent l'impression que ce choix s'opère toujours de la même façon. Au lieu de déterminisme, on pourrait également parler d'automatisme mécanique.

[104] D'un point de vue méthodologique, cette démarche est tout à fait légitime. Après tout, parmi deux modèles à pouvoir explicatif équivalent, on préfère le modèle le plus simple. A ce point, il convient cependant de rappeler l'objectif de notre propre étude. Dans l'introduction, nous sommes partis du constat empirique que le financement des entreprises dans différents pays est variable dans le temps. Or, les modèles financiers traditionnels, comme ceux décrits précédemment, expliquent mal les mécanismes à l'oeuvre dans ce processus de changement. Comme cause d'un ajustement structurel, ils supposent simplement une modification des coûts d'agence ou des coûts de transaction, sans expliquer l'origine de ce cette modification. La réalité empirique de la politique de financement semble ainsi justifier notre choix de porter expressément l'attention sur le déroulement du processus.

[105] Cf. Hirsch et Lounsbury (1996), p. 881.

effet, de simples relais des choix de financement, dépourvus d'une véritable liberté de décision quant à l'origine des ressources. Et pourtant, la possibilité d'un espace discrétionnaire est en principe admise par les théories contractuelles, car c'est elle qui justifie, entre autres, l'existence de la perte résiduelle citée dans la théorie de l'agence. Cependant, bien que la marge discrétionnaire soit admise, les processus par lesquels agit la latitude managériale n'ont pas été étudiés. Charreaux (1997) résume le statut du dirigeant dans les théories de l'agence et des coûts de transaction comme suit. « Dans les théories fondatrices qui sous-tendent l'analyse du gouvernement des entreprises, le rôle du dirigeant apparaît [...] sinon absent, du moins très discret. » (p. 475). L'analyse des processus décisionnels est ainsi très superficielle, car la représentation simplifiée des responsables de la politique de financement occulte partiellement le fait qu'il s'agit d'acteurs, capables de poursuivre une stratégie personnelle. Les hypothèses comportementales, qui sous-tendent ces modèles financiers, sont extrêmement réductrices. Dans ce contexte, le dirigeant, caractérisé par un degré d'opportunisme constant, est supposé maximiser sa fonction d'utilité personnelle. Ainsi, la consommation excessive d'avantages en nature serait par exemple un objectif typiquement managérial. Par conséquent, la divergence d'intérêts entre le dirigeant et les investisseurs, qui semble naturelle, explique l'existence des mécanismes d'incitation et de contrôle, qui déterminent le comportement du décideur central. Les modèles d'agence et des coûts de transaction sont, donc, statiques à deux niveaux. En effet, à côté des mécanismes d'incitation et de contrôle, qui semblent fonctionner indépendamment du temps, les motivations du dirigeant sont supposées constantes.

Dans les théories fondatrices, l'idée de l'espace discrétionnaire du dirigeant n'est pas vraiment exploitée. Contrairement à cette perspective traditionnelle, Hill et Jones (1992), en abandonnant la condition d'un équilibre parfait du marché, soulignent l'importance du manager en tant qu'acteur. Ce dernier possède une certaine latitude d'action grâce aux frictions au niveau des processus d'ajustement des marchés. Ces ajustements, qui tendent à éliminer les différentiels de pouvoir, ne se font pas de manière instantanée. Ainsi, la dimension temporelle joue un rôle important. En mettant l'accent sur les processus de changement, Hill et Jones expliquent que le dirigeant est capable de poursuivre une stratégie, lui permettant d'agir sur son propre environnement. Il peut notamment réduire, d'une manière active, les pouvoirs de contrôle qui pèsent sur lui. Suite à une telle analyse, il devient difficile de supposer que les mécanismes de GE restent inchangés dans le temps. Ceci constitue, en effet, une mise en cause sérieuse de l'automatisme quasi-mécanique des choix de financement

dans les premiers modèles financiers issus des théories de l'agence et des coûts de transaction. Le dirigeant apparaît ainsi comme un acteur au niveau du changement de la politique de financement et des structures de GE. Pour l'évolution structurelle, Hill et Jones évoquent, par ailleurs, l'importance de l'innovation institutionnelle. Les différentes catégories de partenaires de la firme seraient, en effet, incitées à poursuivre une activité d'innovation. Cette incitation trouve son origine dans les différentiels de pouvoir, qui défavorisent certains *stakeholders*. Ces derniers chercheraient à surmonter leur désavantage en cherchant de nouveaux mécanismes de GE. Si on suppose que les mécanismes d'incitation et de contrôle peuvent ainsi évoluer dans le temps, les conclusions des théories de l'agence et des coûts de transaction concernant les choix de financement risquent également d'être modifiées. Ces conclusions reposent, en effet, sur la validité d'un certain nombre de présomptions concernant les structures de GE, qui accompagnent les financements. Le constat empirique de la variabilité du financement des entreprises, fait en introduction, renforce notre conviction de l'utilité d'un approfondissement de l'étude des aspects dynamiques évoqués dans le présent paragraphe.

4.3. Les problèmes d'une prise-en-compte superficielle du contexte institutionnel pour la compréhension du financement des entreprises dans différents pays

Comme nous venons de le voir, une limite importante des théories fondatrices du GE, et plus particulièrement de leurs modèles financiers, est la faiblesse de l'explication des mécanismes d'ajustement. Ainsi, un changement exogène des coûts d'agence et des coûts de transaction est supposé être la cause du passage d'un équilibre statique à un autre. Le processus, qui conduit la variabilité dans le temps, reste donc mal compris. Dans le même ordre d'idées, nous pouvons évoquer un autre problème, avec des implications similaires. Il s'agit de l'invariabilité des relations théoriques dans l'espace. Ainsi, la logique explicative est supposée universelle. Les théories de l'agence et des coûts de transaction supposent, en effet, l'existence d'un certain nombre de mécanismes d'incitation et de contrôle « standards ». Le fait que la protection des intérêts assurée par ces mécanismes est susceptible de changer à travers les frontières nationales est insuffisamment pris en compte. En effet, les prédictions des modèles financiers sont souvent sensibles à un changement des paramètres. Ainsi, la théorie du *free cash-flow* repose sur le bon fonctionnement d'un certain nombre de mécanismes associés à la dette, qui font de cette dernière un moyen efficace pour extraire des liquidités. Or, La Porta et al. (1997) montrent que la protection des créanciers diffère d'un

pays à l'autre, ayant une influence observable sur la mise à disposition de différents types de ressources financières. La non-prise-en-compte du contexte institutionnel diminue donc vraisemblablement le pouvoir explicatif des modèles financiers les plus classiques dès lors qu'on tente de les appliquer à un cadre national hors de leur pays d'origine. La provenance anglo-saxonne de la plupart des modèles financiers traditionnels a en effet comme conséquence qu'implicitement leurs auteurs supposent donné l'environnement institutionnel, qui leur est le plus familier. Par conséquent, une transposition des modèles sans opérer des ajustements « paramétriques » rend difficile une explication du lien entre GE et politique de financement des firmes dans différents contextes institutionnels.

La logique explicative, supposée universelle, des théories fondatrices repose sur le principe d'efficacité. Ainsi, seules les firmes efficientes, donc créatrices de valeur, survivent à terme dans le processus de sélection naturelle. Par rapport à l'efficience, les approches traditionnelles se fondent sur une définition de la valeur restrictive qui correspond à la valeur actionnariale. Appliqué à une telle conception de la valeur, le principe d'efficacité voudrait que seules les firmes maximisant la richesse des actionnaires survivent. Charreaux et Desbrières (1998) mettent en exergue le caractère restrictif d'une telle approche. Son pouvoir explicatif semble en effet relativement réduit au regard de la faible importance des capitaux propres externes dans le processus de création de valeur (Charreaux et Desbrières, 1998, p. 69). On peut ainsi questionner l'universalité d'une telle approche. La pertinence de la valeur actionnariale repose notamment sur l'hypothèse, selon laquelle les actionnaires seraient les seuls créanciers résiduels. Ceci dépend cependant de la spécification des droits de propriété, qui est susceptible de changer d'un pays à l'autre[106].

A ce sujet, nous rappelons que les comparaisons internationales constatent une prise-en-compte inégale des intérêts des différentes catégories de partenaires de la firme selon les pays. Ainsi, Yoshimori (1995) évoque la dominance des actionnaires dans le référentiel anglo-saxon. Or, si le statut privilégié de la relation dirigeant-actionnaires, chère à la théorie de l'agence, est une spécificité du cadre institutionnel anglo-saxon, une transposition du principe d'efficacité, entendu comme la maximisation de la valeur actionnariale, à d'autres pays paraît abusive, dans la mesure où elle est susceptible d'avoir un faible pouvoir explicatif.

[106] Dans le même ordre d'idées, Hirigoyen et Caby (1998) replacent le débat sur la valeur dans une perspective historique. Ils montrent que la représentation de la création de valeur évolue également dans le temps. Nous retrouvons donc, à côté de la dimension spatiale, la dimension temporelle, déjà évoquée plus haut.

Nous avons déjà signalé que l'analyse de Williamson (1991) permet de remédier, du moins partiellement, à l'absence du contexte institutionnel dans le modèle des coûts de transaction. Dans cette approche, le cadre institutionnel est cependant exogène. Ceci rend difficile une explication du processus dynamique de changement des structures d'incitation et de contrôle. Aussi, les hypothèses comportementales de Williamson ne permettent pas de tenir compte du rôle fondamental de la philosophie en termes de valeur pour l'évolution des mécanismes d'incitation et de contrôle. Or, comme nous allons le montrer ultérieurement, cette philosophie, qui consiste en une représentation de la contribution des différents partenaires de la firme à la création de valeur, est une variable importante dans l'évolution institutionnelle. Compte tenu de ces arguments, nous ne pouvons pas faire abstraction de la contingence nationale des institutions et de l'idéologie (dans le sens d'une « croyance collective ») qui les sous-tend, si nous essayons de parvenir à une meilleure compréhension du lien dynamique entre GE et politique de financement.

Section 5 : Théorie de l'enracinement et politique de financement – vers une vision dynamique

Nous avons précédemment insisté sur le caractère statique des modèles financiers issus des théories fondatrices de la réflexion concernant les mécanismes de GE. Une approche plus récente, qui s'est développée dans le prolongement de la théorie de l'agence, permet de mieux intégrer le comportement du dirigeant au cours du temps. Le manager devient, en effet, un acteur capable de mettre en œuvre une stratégie personnelle d'élargissement de son propre espace discrétionnaire. Dans ce contexte, l'enracinement a comme objectif de diminuer la force de certaines contraintes imposées par les systèmes de contrôle, dans la mesure où il augmente les coûts d'une éventuelle éviction du dirigeant[107]. Pour une telle stratégie, la dimension temporelle joue un rôle important, ce qui rend cette approche plus dynamique que ses ancêtres. En effet, en considérant que le système de contraintes n'est pas figé mais subit des modifications au cours du temps, l'action des décideurs à différents moments de la vie de

[107] Notons, à ce sujet, qu'enracinement et espace discrétionnaire ne sont pas synonymes. L'enracinement est une stratégie visant à pérenniser le mandat du dirigeant, alors que l'espace discrétionnaire définit sa liberté d'action. Il existe cependant une relation entre ces deux concepts. En effet, l'enracinement, en rendant coûteux le remplacement du dirigeant, est *une* stratégie possible de l'élargissement de la latitude managériale. Dans ce contexte, le coût élevé du déracinement diminue le risque d'une éviction, et donc la pression disciplinaire, pesant sur le manager. Dans certains cas, sa liberté d'action s'en trouve élargie. Cette relation n'est cependant pas automatique, car d'autres facteurs influencent la marge de manœuvre. Ainsi, théoriquement, il n'est pas possible d'écarter le cas de figure suivant : un dirigeant difficile à évincer, qui n'a pourtant pas une grande latitude d'action à cause de certains règlements et contrôles. L'efficacité de l'enracinement par rapport à l'élargissement de la latitude managériale dépend, donc, du dispositif de gouvernance en place.

l'entreprise revêt une grande importance dans ce type de modèle. Pour l'explication du lien entre GE et politique de financement, la théorie de l'enracinement propose un renversement de perspective. Dans ce cadre théorique, la politique de financement n'est plus forcément un moyen de discipliner le dirigeant en vue d'un meilleur alignement de son comportement avec les intérêts des investisseurs. Elle peut, au contraire, servir au manager de levier pour la mise en œuvre de sa stratégie d'enracinement. Ceci complexifie considérablement l'analyse de la relation entre GE et politique de financement, qui, à différents moments, peut prendre des directions différentes.

Afin de montrer l'intérêt de ce champ théorique pour le cadre conceptuel que nous présentons dans le chapitre suivant, nous allons d'abord rappeler les fondements de la théorie de l'enracinement (5.1.). Ensuite, nous allons opposer les deux principaux courants de cette théorie, qui se distinguent notamment par rapport aux implications en termes d'efficience (5.2. et 5.3.). La présentation de ces deux points de vue nous semble importante, puisque il existe à ce niveau des enjeux méthodologiques importants. Ceci concerne notamment la pertinence du principe d'efficacité en tant que concept explicatif. La théorie de l'enracinement est intéressante pour la problématique de notre travail de recherche, dans la mesure où elle permet d'apporter un élément explicatif concernant le lien entre GE et politique de financement. La sous-section 5.4. permet ainsi d'exposer l'apport de ce champ théorique pour la compréhension des décisions de financement. Comme les théories de l'agence et des coûts de transaction, la théorie de l'enracinement souffre cependant d'une prise en compte insuffisante du contexte institutionnel (5.5.). On ne peut cependant pas exclure que les différences entre systèmes de GE induisent des modifications au niveau des relations théoriques.

5.1. Les fondements de la théorie de l'enracinement

Selon Paquerot (1996), pour les dirigeants, l'objectif de l'enracinement consiste à « accroître leur sécurité d'emploi » (p. 225). Afin de pérenniser ainsi leur mandat, les managers ont à leur disposition un certain nombre de moyens pour neutraliser la menace des sanctions émanant potentiellement des mécanismes de contrôle. En ce sens, on peut également parler de « stratégies mises en œuvre par les dirigeants pour modifier [plus ou moins directement] leur environnement »[108]. Cette formulation met l'accent sur le rôle actif

[108] Paquerot M. (1996, b), « L'enracinement des dirigeants et ses effets », *Revue Française de Gestion*, p. 213.

joué par les acteurs centraux dans les processus de décision, visant une modification des contraintes structurelles. Il apparaît ainsi clairement que cette approche permet de se détacher de l'idée, selon laquelle le calcul qui précède les choix de financement du dirigeant s'opère invariablement sur la base d'un certain nombre d'arrangements structurels préexistants. Bien que dans la théorie positive de l'agence les décisions de financement soient le résultat d'un choix, nous avons vu que ce dernier est fonction des dispositifs d'incitation et de contrôle attachés aux modes de financement d'une manière « standardisée » et invariable. Dans la théorie de l'enracinement, au contraire, le dirigeant est capable d'influer sur l'efficacité des mécanismes de GE, qui sont pourtant censés régir son comportement.

Dans les théories fondatrices du GE, la marge discrétionnaire du dirigeant est la cause de la perte résiduelle, une des trois composantes des coûts d'agence. Dans ce référentiel théorique, l'espace discrétionnaire apparaît comme relativement statique. Une éventuelle manipulation active des conditions initiales de la latitude managériale est peu étudiée par les théories de l'agence et des coûts de transaction. Les travaux théoriques sur l'enracinement, au contraire, étudient les activités qui précèdent un comportement potentiellement (mais pas forcément) contraire aux intérêts des investisseurs. Dans ce contexte, les objectifs proprement managériaux sont une plus grande sécurité d'emploi, une meilleure rémunération et une plus grande liberté d'action. La poursuite de ces objectifs implique une action du dirigeant sur les systèmes de contrôle. Il peut ainsi user de sa marge discrétionnaire à un instant donné pour neutraliser les mécanismes de contrôle, ce qui est la condition préalable d'un comportement opportuniste échappant à la sanction d'un remplacement. Il convient cependant de souligner que le gain de latitude qui résulte d'une neutralisation des mécanismes de contrôle n'est pas nécessairement contraire aux intérêts des investisseurs, comme nous le verrons plus loin. Qu'il soit motivé par l'opportunisme ou non, l'enracinement permet d'endogénéiser, du moins partiellement, l'explication du processus de changement des structures de GE.

A un instant donné, l'espace discrétionnaire existe à cause de l'incomplétude contractuelle. Dans cette situation, le dirigeant peut effectuer des ajustements suite à des contingences non spécifiés dans les contrats. Cette latitude d'action *a priori* dont dispose le dirigeant facilite l'enracinement, qui vise à son tour l'élargissement de la latitude *ex post*. L'espace discrétionnaire du dirigeant consiste donc en deux composantes, la première étant définie par les structures de GE en place dans la firme à un moment donné et la deuxième étant le résultat d'une stratégie active.

Pour cette dernière, le temps est un facteur essentiel. Ceci tient au fait que les enjeux pour les différents partenaires de la firme sont variables dans le temps. A ce niveau, Paquerot (1996) distingue trois phases de l'enracinement, qui sont fonction du temps. Ceci tient au fait que le calcul bénéfice - coût qui guide l'arbitrage du dirigeant doit tenir compte des circonstances changeantes. Ainsi, l'enracinement ayant pour objectif la satisfaction des intérêts managériaux a également un coût. La révélation d'une stratégie opportuniste est, par exemple, susceptible d'avoir une influence négative en termes de réputation sur le marché du travail des dirigeants. L'importance de ce facteur dépend cependant, entre autres, de l'âge du manager. Un autre exemple de la contingence temporelle de la composante manipulable de la latitude managériale est la disponibilité de ressources financières. En effet, certaines stratégies d'enracinement nécessitent des fonds importants permettant un investissement en actifs spécifiques. Il est cependant raisonnable de supposer que la plus ou moins grande facilité d'un dirigeant à mobiliser des liquidités est, entre autres, fonction du temps. Ainsi, une activité industrielle cyclique implique une certaine variabilité de l'autofinancement. De tels arguments illustrent l'importance de la dimension dynamique des stratégies d'enracinement.

Le principe de ces dernières consiste à rendre coûteux le remplacement du dirigeant pour la firme. La crédibilité des mécanismes disciplinaires s'en trouve affectée. En effet, en se rendant indispensable, le dirigeant est capable de neutraliser la menace d'un licenciement suite à un comportement opportuniste de sa part. Ainsi, l'enracinement possède le potentiel pour expliquer un certain nombre de comportements inefficients. Certains travaux ont recours au concept de pouvoir pour expliquer ce phénomène. Tel est notamment le cas de Paquerot (1996), pour lequel « [l]a théorie de l'enracinement constitue une explication de l'inefficience des systèmes et des organisations » (p. 225). Cependant, la théorie de l'enracinement n'oblige pas forcément à abandonner le principe d'efficience. Il existe, en effet, deux courants à l'intérieur de ce champ théorique qui mettent des accents différents. Ainsi, à l'approche de Paquerot (1996) qui se fonde sur le pouvoir comme principe explicatif, et qui est donc hors du paradigme de la théorie de l'agence, il est possible d'opposer la perspective de Castanias et Helfat (1992) qui montre que l'enracinement comme protection du capital humain du dirigeant est potentiellement créateur de valeur. Comme l'opposition entre ces deux approches stimule une interrogation sur la pertinence du principe d'efficience comme concept

explicatif, le rappel des grandes lignes d'argumentation de ces courants permettra de clarifier notre propre positionnement méthodologique par la suite[109].

5.2. Enracinement et intérêt des actionnaires

Une des deux branches de la théorie de l'enracinement examine les implications de la stratégie personnelle du dirigeant sous l'angle d'une spoliation des intérêts des actionnaires. Il s'agit, en effet, d'une extension des travaux de la théorie de l'agence. Un modèle représentatif de ce courant de recherche est celui de Shleifer et Vishny (1989). Ces auteurs s'inscrivent explicitement dans la tradition des recherches sur le comportement managérial[110]. Comme dans la théorie de l'agence, le thème central est celui des intérêts conflictuels entre les actionnaires et le dirigeant. Dans ce contexte, la grille d'analyse est celle du modèle principal – agent, où le dirigeant est l'agent des actionnaires caractérisé par un opportunisme latent. On retrouve, donc, la hiérarchie des intérêts établie dans le modèle financier de la théorie de l'agence. Il en résulte que les actionnaires se protègent contre une spoliation de leurs intérêts (légitimes[111]) par un certain nombre de mécanismes disciplinaires. Jusqu'ici, en constatant l'existence effective de pressions en faveur d'un comportement conforme aux intérêts des actionnaires, le modèle de Shleifer et Vishny se détache peu de l'approche de la théorie de l'agence traditionnelle. Conformément à ce dernier courant de recherche, les deux auteurs signalent également qu'un alignement parfait des intérêts est utopique à cause d'une inefficacité partielle des mécanismes disciplinaires par rapport à l'optimum de premier rang. Mais, à ce niveau, Shleifer et Vishny (1989) vont plus loin que la théorie de l'agence traditionnelle. Dans leur modèle d'enracinement, l'alignement des intérêts est encore plus problématique que dans l'article de Jensen et Meckling (1976), compte tenu des possibilités d'action du dirigeant. Ainsi, la théorie de l'agence, tout en admettant l'existence d'un espace discrétionnaire, n'approfondit pas l'étude de ses conditions[112] et de ses implications. Le modèle de Shleifer et Vishny (1989), au contraire, constitue un pas important dans cette direction.

[109] Celui-ci fait l'objet de la première section du chapitre suivant.
[110] Ainsi, ils font référence à Berle et Means (1932), Jensen et Meckling (1976) et Jensen (1986) [cf. Shleifer et Vishny (1989), p. 124].
[111] La légitimité des intérêts des actionnaires est implicite dans la hiérarchie établie entre principal et agent.
[112] C'est précisément pour cette raison que la lecture des premiers modèles financiers de la théorie de l'agence donne l'impression que la latitude managériale n'est pas manipulée par le dirigeant. Il convient cependant de préciser qu'il ne s'agit pas d'une incompatibilité conceptuelle. Au contraire, il est possible de regarder la théorie de l'enracinement plutôt comme un prolongement de la théorie de l'agence.

Dans ce contexte, Shleifer et Vishny (1989) insistent sur le fait que la latitude managériale ne revient pas au dirigeant d'une manière automatique, grâce à la définition de son poste, mais qu'elle est le résultat d'un effort[113]particulier. Par conséquent, ils focalisent leur étude sur les possibilités d'accumulation de pouvoir. Ainsi, le comportement du dirigeant en tant qu'acteur se trouve placé au centre de l'analyse. Dans ce contexte, le temps est un facteur essentiel. En effet, la stratégie étudiée par Shleifer et Vishny implique la mise en place d'un mécanisme d'enracinement, préalablement à la poursuite d'avantages personnels par le dirigeant. Paquerot (1996, a) va encore plus loin en distinguant l'enracinement en soi de sa consommation[114], qui est le résultat d'un comportement opportuniste *ex post*.

Parmi l'ensemble des mécanismes potentiels, permettant de conforter la position du dirigeant en vue d'une consommation d'avantages personnels, Shleifer et Vishny étudient spécifiquement les choix d'investissement. Pour la construction de leur modèle, ils ont recours au concept de spécificité, développé par Williamson. L'idée sous-jacente consiste à expliquer que le dirigeant peut rendre son remplacement coûteux pour les actionnaires en effectuant des investissements complémentaires à ses compétences personnelles. Il s'agit, donc, d'investissements spécifiques à leur personne, qui perdent l'essentiel de leur valeur en étant gérés par quelqu'un d'autre. Ainsi, le dirigeant peut mettre les actionnaires dans une situation de *hold-up* (prise en otage), qui consiste à faire accepter des décisions potentiellement contraires aux intérêts des investisseurs. Ces derniers vont, en effet, accepter un tel comportement si le coût induit par celui-ci reste inférieur à la perte de valeur que subit la firme suite au départ du dirigeant. Ce dernier, en se rendant indispensable, accroît son propre espace discrétionnaire. Il affaiblit, en effet, la force disciplinaire d'un certain nombre de mécanismes de contrôle en augmentant leur coût de mise en œuvre.

Comme moyen d'accroissement du coût des mécanismes disciplinaires, le modèle suppose une stratégie d'investissement guidée par le souci de trouver des investissements spécifiques. Ceux-ci peuvent être retenus par les dirigeants, même dans des cas où ils seraient sous-optimaux du point de vue des actionnaires. En effet, ces derniers, au moment du choix d'investissement, n'ont pas toujours la capacité de s'apercevoir de la sous-optimalité des choix managériaux. Comme les investissements sont souvent irréversibles, le constat *ex post*

[113] Cf. Shleifer et Vishny (1989), p. 138.
[114] Paquerot (1996, a) décompose la stratégie d'enracinement en trois phases.

de leur inefficience survient trop tard. Le dirigeant peut ainsi profiter de cette situation afin d'extraire des avantages personnels.

L'enracinement sous cette forme a des implications pour la politique de financement, dans la mesure où ce sont les fonds des actionnaires qui sont utilisés pour financer les investissements spécifiques. Selon Shleifer et Vishny (1989), les dirigeants utilisent, en effet, l'argent des actionnaires afin de financer une baisse de leur probabilité de remplacement (cf. p. 135). Cet argument met en exergue le lien existant entre la stratégie d'enracinement et la politique de financement. Ainsi, la seule volonté des dirigeants de pérenniser leur mandat[115] n'est pas suffisante pour l'exécution de cette stratégie. Encore faut-il que l'acteur ait les moyens de ses ambitions. En effet, la disponibilité des fonds est une condition importante de la mise en œuvre de l'enracinement. Financement et gestion de l'espace discrétionnaire semblent donc étroitement liés. Il s'agit là d'un retournement de perspective par rapport à la théorie de l'agence. Alors que cette dernière analysait le financement comme un mécanisme disciplinaire, permettant l'alignement du comportement du dirigeant avec les intérêts des actionnaires, dans la théorie de l'enracinement, la disponibilité des fonds devient un levier stratégique dans une perspective de gestion de la latitude managériale.

Au delà des aspects techniques d'une stratégie d'enracinement particulière, qui consiste à effectuer des investissements spécifiques, l'approche de Shleifer et Vishny (1989) a des implications méthodologiques importantes. Celles-ci résultent des conséquences de la stratégie du dirigeant en termes d'efficience. En effet, le modèle distingue deux résultats du comportement stratégique du dirigeant par rapport aux intérêts des actionnaires. Ces derniers sont lésés de deux façons. Ainsi, un enracinement réussi permet au dirigeant de s'approprier une partie plus large de la rente organisationnelle, ce qui constitue un transfert de richesse des actionnaires vers le manager. A côté de ce simple transfert, l'enracinement peut également influer sur l'efficience de la firme. En effet, Shleifer et Vishny admettent la possibilité d'investissements spécifiques qui enfreignent la règle de la valeur actuelle nette positive. La possible apparition de comportements inefficients (par rapport à l'optimum de premier rang) semble ainsi poser la question d'une mise en cause du principe d'efficience. Paquerot (1996, b) va jusqu'à déclarer que « l'enracinement constitue une explication de l'inefficience » (p. 225). Le concept explicatif central, qui sous-tend l'étude de cet auteur, est le pouvoir

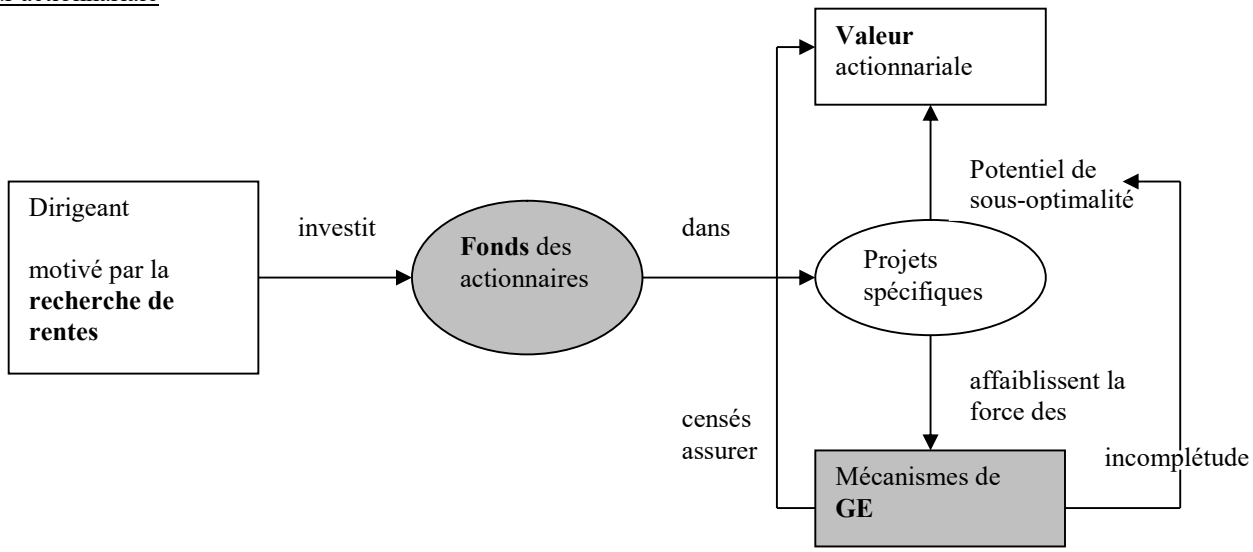
[115] Rappelons que l'enracinement est un moyen potentiel, mais pas le seul, de l'élargissement de la latitude managériale. Ainsi, le modèle de Shleifer et Vishny (1989) permet de montrer un lien (au moins indirect) entre politique de financement et espace discrétionnaire.

(Paquerot, 1996, b, p. 213-214). L'accumulation de pouvoir est également importante dans l'approche de Shleifer et Vishny (1989, p. 138). Ainsi, on pourrait être amené à penser que cette branche de la théorie de l'enracinement introduit le concept de pouvoir en se détachant d'une explication purement en termes d'efficience[116]. Notons cependant qu'il s'agit là d'une interprétation restrictive de l'enracinement, et que la découverte des mécanismes d'enracinement n'oblige pas à l'abandon du principe d'efficience. Nous allons en effet montrer dans la prochaine sous-section qu'une autre lecture du phénomène d'enracinement que celle en termes de pouvoir est possible. Selon cette autre vision, la stratégie personnelle du dirigeant peut également contribuer à l'accroissement de la rente. En effet, dans une perspective évolutionniste moins restrictive que le modèle de Shleifer et Vishny (1989), l'enracinement apparaît comme un moyen potentiel de parvenir à un nouvel équilibre local, efficient au troisième, voire au second degré, car l'opportunisme ne se situe pas obligatoirement du côté du dirigeant.

Dans le cadre du modèle de Shleifer et Vishny (1989), la force motrice du comportement managérial est la recherche de rentes (inefficiente) de la part du dirigeant. Vu sous cet angle, l'enracinement n'est pas une finalité, mais un moyen d'appropriation de rentes. Si la stratégie mise en œuvre pour asseoir le pouvoir du dirigeant entraîne des investissements sous-optimaux, la valeur de la firme s'en trouve affectée. Le modèle de Shleifer et Vishny (1989) laisse ainsi deviner des liens de causalité entre l'espace discrétionnaire du dirigeant, la volonté d'appropriation de rentes par ce dernier et l'utilisation des fonds appartenant aux investisseurs pour le financement d'une stratégie sous-optimale du point de vue de la création de valeur. Comme, par définition, ce sont les mécanismes de GE qui délimitent l'espace discrétionnaire, nous pouvons mettre en relation quatre facteurs qui semblent étroitement liés, à savoir le GE, la recherche de rentes, la création de valeur et la politique financière. En ce sens, le modèle de Shleifer et Vishny (1989) privilégie la relation que nous résumons dans le graphique suivant.

[116] Il convient, cependant, de noter que le terme de pouvoir utilisé explicitement par Shleifer et Vishny (1989, p. 138) n'a pas le même sens que chez Paquerot (1996). La citation suivante montre, en effet, que Shleifer et Vishny (1989) supposent des ajustements des structures de GE, initiés par les partenaires lésés, en réponse à l'accumulation de pouvoir par le dirigeant. « Comme les investissements spécifiques aux dirigeants peuvent être très coûteux pour les actionnaires, nous nous attendons à ce que les firmes *trouvent* des mécanismes pour réduire les dommages. » (Shleifer et Vishny, 1989, p. 136 ; notre traduction, nos italiques). Ainsi, bien que dans leur modèle l'accroissement du pouvoir apparaît comme une motivation importante du comportement du dirigeant, la réaction des autres parties prenantes que supposent Shleifer et Vishny, donnant lieu à des ajustements des structures de gouvernance, semble obéir à une tendance à long terme vers l'efficience (bien que sévèrement contrainte).

Figure 6 : GE, recherche de rentes, création de valeur et financement – le cas inefficient du point de vue de la valeur actionnariale



Dans ce modèle, création et répartition de richesse sont liées. Cette relation fondamentale est manipulée par deux facteurs, à savoir les structures de GE et les possibilités de financement dont dispose le dirigeant pour la poursuite d'une stratégie d'investissement potentiellement opportuniste. La liberté d'action que possède le dirigeant à cet égard peut conduire à des résultats inefficients au deuxième degré du point de vue de la valeur actionnariale. Notons à ce sujet que la focalisation sur les seuls intérêts des actionnaires est susceptible de réduire la pertinence du modèle pour les besoins d'une comparaison internationale.

5.3. Enracinement et rentes managériales

Le point de vue, selon lequel l'enracinement des dirigeants est inefficient au second degré, a été mis en question par la suite[117]. Telle est par exemple la position de Garvey et Swan (1994), qui supposent que le modèle principal – agent traditionnel constitue une représentation incorrecte de la réalité des grandes entreprises. Pour justifier cet argument, ils se fondent sur le constat empirique que les actions du dirigeant sont partiellement guidées par les intérêts d'autres partenaires de la firme que les seuls actionnaires. Ceci peut être efficient, dans la mesure où les actionnaires ne sont pas les seuls créanciers résiduels[118] de l'entreprise. La raison pour cela réside dans l'incomplétude des contrats. En effet, à partir du moment où le contrat entre un salarié et la firme, par exemple, ne stipule pas l'ensemble des contingences

[117] Cf. par exemple Garvey et Swan (1994), p. 143.
[118] Pour Alchian et Demsetz (1972, p. 782), le statut de créancier résiduel provient du droit d'un agent apportant une ressource à la firme de disposer du gain net, c'est-à-dire après la rémunération des autres facteurs de production. La créance résiduelle correspond dans ce contexte au bénéfice qui dépasse la rémunération des autres *inputs*. Cette dernière doit être spécifiée en fonction du coût marginal.

futures, une partie de la richesse du salarié dépend de la latitude managériale. Cette dernière permet de combler *ex post* l'incomplétude contractuelle *ex ante*. Si les engagements liant le salarié et l'entreprise ne permettent pas une définition précise et exhaustive des droits de propriété[119], le salarié est un créancier résiduel, statut qui, par conséquent, n'est pas réservé aux seuls actionnaires. Il en suit qu'un comportement du dirigeant qui dévie de la maximisation de la richesse des actionnaires n'est pas obligatoirement inefficient au second degré. Ainsi, le manager peut utiliser sa marge de manœuvre (*slack*) afin de récompenser les salariés pour leurs efforts. Ce *slack* vient cependant diminuer la part de richesse revenant aux investisseurs extérieurs[120].

Bien qu'une déviation par rapport à l'objectif de la maximisation de la richesse des actionnaires ne soit pas forcément source d'inefficience, elle peut cependant l'être. Ainsi, Garvey et Swan opposent deux explications possibles d'un comportement managérial en décalage par rapport aux intérêts des actionnaires. L'une d'entre elles repose sur l'idée de la survie des seules formes efficientes. Nous retrouvons ainsi le principe d'efficience, toutefois élargi pour inclure un grand nombre de parties prenantes. L'autre explication a recours au concept de pouvoir managérial (Garvey et Swan, 1994, p. 152), qui remplace, du moins partiellement, le principe d'efficience en termes de logique explicative. Selon cette approche, les dirigeants auraient recours au processus politique, afin de poursuivre leurs objectifs personnels au détriment des actionnaires. Un tel comportement est susceptible d'être motivé par une recherche de rentes (*rent seeking*). Dans ce contexte, le pouvoir politique semble permettre au manager d'échapper (partiellement) à d'éventuelles pressions en faveur d'une maximisation de la valeur actionnariale. Il s'agit alors d'une explication de l'inefficience relativement au critère de maximisation de la richesse des actionnaires. Garvey et Swan (1994, p. 152) soulignent cependant que les déterminants du pouvoir restent mal expliqués. Néanmoins, ils ne se prononcent pas sur la véracité des deux approches, c'est-à-dire celle

[119] Concernant la difficulté d'une délimitation précise des droits de propriété, cf. Barzel (1989). Ce dernier explique que la complexité d'un bien en termes du nombre de ses dimensions ayant potentiellement de la valeur pour différents agents rend la définition exhaustive de sa propriété également complexe. Pour les dimensions dont la propriété est mal spécifiée et qui, de ce fait, tombent dans le « domaine public », il existe des stratégies d'appropriation. Dans l'approche de Barzel (1989), ces dernières peuvent s'expliquer par le principe d'efficience, dans la mesure où l'appropriation procède d'un calcul comparant les coûts et les bénéfices qu'implique une telle stratégie pour l'acteur.

[120] Charreaux et Desbrières (1998) expliquent que le dirigeant possède potentiellement une grande latitude dans la répartition de la rente organisationnelle globale entre les différents *stakeholders* (p. 66-67). Cette répartition peut s'opérer de manière à ce que les actionnaires soient uniquement rémunérés à leur coût d'opportunité. Dans ce cas, Charreaux et Desbrières (1998) montrent que, sous certaines conditions, la pérennité de l'entreprise n'en souffre point. Or, ceci met en cause le statut de l'actionnaire comme créancier résiduel exclusif.

basée sur le pouvoir et celle fondée sur le principe d'efficience. En constatant la cohérence des deux avec un certain nombre de faits empiriques, ils concluent à la nécessité de développements théoriques supplémentaires dans les deux directions.

Une autre remise en cause de la hiérarchie principal – agent traditionnelle provient des travaux de Castanias et Helfat, qui montrent que l'opportunisme ne se situe pas forcément du côté des dirigeants. Comme dans l'étude de Garvey et Swan (1994), ils expliquent une déviation de la maximisation de la seule richesse des actionnaires sans que ceci soit obligatoirement inefficient au second degré. En effet, Castanias et Helfat (1992) supposent que la contrainte qu'imposent les actionnaires au dirigeant à travers la menace d'une prise de contrôle ne conduit pas à une *maximisation* de la richesse actionnariale, mais plutôt à la garantie d'un *retour minimal* sur investissement, jugé satisfaisant. Il s'agit là de la rémunération en contrepartie du service qui consiste à assumer le risque. Par conséquent, le dirigeant peut optimiser son utilité personnelle sous la contrainte d'une rentabilité minimale offerte aux actionnaires. Il dispose, donc, d'une certaine latitude d'action. Cette dernière devient potentiellement source de valeur, contrairement aux premiers modèles de la théorie de l'agence, où elle apparaît surtout comme un déterminant du coût résiduel.

Du point de vue de l'efficience, cet espace discrétionnaire est important, car la volonté du dirigeant à investir dans des capacités managériales créatrices de valeur dépend essentiellement des possibilités d'appropriation d'une partie des rentes qu'il contribue à créer. Il en suit que création et répartition de rentes sont étroitement liées. A la manière d'un investisseur financier, le dirigeant est seulement prêt à investir en capital humain spécifique à la firme, créateur de quasi-rentes, s'il peut s'attendre à un retour sur son investissement qu'il juge approprié. Contrairement à une approche, selon laquelle le dirigeant est un agent opportuniste qu'il faut contraindre au maximum afin d'assurer les intérêts du principal, Castanias et Helfat inversent le sens de l'analyse. De ce point de vue, le dirigeant peut également faire l'objet d'un comportement opportuniste de la part des investisseurs extérieurs, qui cherchent à extraire des rentes managériales. En effet, les quasi-rentes créées par un dirigeant hautement compétent sont particulièrement exposées au risque d'expropriation, dans la mesure où il s'agit du résultat d'investissements spécifiques. Ainsi, le dirigeant peut se trouver dans une situation de *hold-up*.

La possibilité d'une expropriation des rentes managériales fait que l'effort nécessaire pour acquérir les compétences créatrices de rentes peut être jugé peu intéressant par le dirigeant. Si, au contraire, il est protégé contre une expropriation des rentes, qu'il crée, il est incité à se comporter d'une manière efficiente. Vue sous cet angle, une stratégie d'enracinement peut avoir comme conséquence la protection contre une recherche de rentes de la part des investisseurs extérieurs. L'efficience d'une telle stratégie dépend de la disponibilité de protections alternatives. Dans le cas où celles-ci n'existeraient pas, l'enracinement des dirigeants peut être créateur de valeur. Contrairement à la hiérarchie principal – agent traditionnelle, qui insiste beaucoup sur un besoin de contrôle, le modèle de Castanias et Helfat (1992) met ainsi l'accent sur la compétence managériale comme une source importante de la création de valeur. Précisons cependant que, bien que l'approche de la théorie de l'agence traditionnelle privilégie surtout l'analyse du besoin de contrôle, elle ne suppose nullement que le dirigeant soit inefficient par définition. Car, s'il y a une relation contractuelle, c'est bien que les contractants attendent un gain de leur coopération.

Les analyses des paragraphes 5.2. et 5.3. réhabilitent le dirigeant en tant qu'acteur, jouissant d'une certaine liberté concernant l'administration des relations financières de la firme. En même temps, l'explication devient complexe dans la mesure où l'étude du statut du principe d'efficience comme logique explicative doit être affinée. En effet, la théorie de l'enracinement induit une certaine ambiguïté concernant l'efficience des comportements. Deux points de vue se confrontent. L'enracinement, conduit-il à des résultats efficients au deuxième degré ou est-il un frein à la convergence vers une telle efficience ? Le premier argument est cohérent avec la démarche de Castanias et Helfat (1992), alors que le deuxième semble caractéristique de l'approche de Shleifer et Vishny (1989). Cette interrogation introduite dans la réflexion financière par la théorie de l'enracinement a des implications méthodologiques importantes. Ainsi, l'explication du lien dynamique entre politique de financement et GE nous oblige à nous positionner par rapport à cette question. Mais, avant d'approfondir, dans le chapitre suivant, les hypothèses fondamentales de la logique d'acteur, sur laquelle repose notre cadre conceptuel, nous allons d'abord résumer les principaux apports de la théorie de l'enracinement en matière de politique de financement.

5.4. Enracinement et politique de financement

Dans les théories fondatrices de la réflexion financière sur le GE, les choix de financement résultent des attributs des différentes sources financières en termes de protection des intérêts des investisseurs. L'argument central est celui de la minimisation des coûts, et tout se fait comme si il y avait un certain automatisme dans les choix de financement en fonction de mécanismes de GE standardisés, supposés universels et invariables. Or, nous avons vu que, contrairement à cette approche traditionnelle, la théorie de l'enracinement met l'accent sur l'espace discrétionnaire du dirigeant, qui est capable de poursuivre une stratégie d'affranchissement partiel du pouvoir disciplinaire des structures de GE. Il ressort de cette analyse que les mécanismes disciplinaires qui régissent l'espace discrétionnaire du dirigeant ne sont pas rigides. Même si les travaux sur l'enracinement des dirigeants mettent l'accent sur la politique d'investissement de la firme[121], la conception dynamique des structures de GE a des implications importantes pour l'explication des choix de financement.

Ainsi, le modèle de Shleifer et Vishny (1989) signale la nécessaire disponibilité de ressources pour la mise en œuvre d'une stratégie d'enracinement. Espace discrétionnaire et disponibilité des ressources financières sont donc étroitement liés, dans la mesure où la réalisation de certains investissements spécifiques oblige à une mobilisation de fonds. En effet, le dirigeant peut jouer sur deux tableaux pour accroître sa latitude managériale, à savoir la politique d'investissement et la politique de financement. L'influence de ces deux dimensions sur le pouvoir du dirigeant, et donc son espace discrétionnaire, est postulée par Ravid et Sudit (1994). Ces derniers supposent que le goût pour le pouvoir est un élément important de la fonction d'utilité du dirigeant. Dans ce modèle, le degré du pouvoir managérial est directement lié aux ressources dont peut disposer librement le dirigeant. Celui-ci est donc incité à accroître ces mêmes ressources. Dans ce contexte, la politique d'investissement est un levier de croissance.

Les investissements nécessitent cependant un financement. Ainsi, le pouvoir du dirigeant dépend non seulement du montant des ressources contrôlées, mais également du type de financement qui sert à leur acquisition. L'intuition derrière ce raisonnement est

[121] Dans certains modèles de la théorie de l'enracinement, les implications pour la politique de financement sont en effet plutôt indirectes. Ainsi, chez Shleifer et Vishny (1989), le principal mécanisme d'enracinement sont les investissements idiosyncratiques, c'est-à-dire ceux, qui perdent une partie significative de leur valeur en l'absence du dirigeant. Le rôle du financement apparaît néanmoins indirectement, dans la mesure où ce sont les ressources des actionnaires, qui sont utilisées pour la stratégie d'enracinement.

relativement simple. Comme les théories de l'agence et des coûts de transaction, Ravid et Sudit supposent, en effet, que les différentes sources de financement se distinguent par les mécanismes disciplinaires qui leur sont attachés. Dans ce contexte, l'endettement implique une soumission à des clauses contractuelles relativement restrictives, alors que le financement par augmentation de capital entraîne un certain nombre de droits de contrôle pour les actionnaires. Ainsi, le financement externe impose des contraintes plus strictes au dirigeant que le financement interne. Par conséquent, pour un niveau de ressources donné, le pouvoir managérial sera différent selon que le financement se fait par fonds externes ou internes. L'autofinancement donne une latitude d'action plus importante, dans la mesure où l'interférence des investisseurs extérieurs est plus faible. Il en résulte une préférence systématique du dirigeant pour le financement interne, car les ressources de la firme ne lui permettent pas de satisfaire son objectif de pouvoir s'il ne peut pas en disposer comme il l'entend. Pour la définition du concept de pouvoir, qui sous-tend leur approche, Ravid et Sudit (1994, p. 243) citent Barlett (1989), faisant référence à « la capacité d'un acteur de modifier les décisions et/ou la richesse d'un autre acteur ».

Dans l'optique d'une gestion active de l'espace discrétionnaire par le dirigeant, non seulement la politique d'investissement, mais également la politique de financement constitue donc un levier important. Elle permet, en quelque sorte, au dirigeant de sélectionner les mécanismes disciplinaires auxquels il sera soumis. Ravid et Sudit en déduisent un ordre préférentiel des différents types de financement. Ainsi, le dirigeant soucieux de jouir d'une grande latitude d'action privilégie systématiquement l'autofinancement. Dans le cas, où celui-ci ne serait pas suffisant, le financement par capitaux propres externes figure en position deux de la hiérarchie. Enfin, la dette risquée constitue la source financière la moins intéressante en termes d'accroissement de l'espace discrétionnaire. Cet ordre préférentiel classe les choix de financement selon la force des mécanismes disciplinaires. L'analyse se place donc du point de vue du dirigeant.

Ce modèle est cohérent avec l'analyse que fait Jensen (1986) de l'autofinancement libre (*free cash-flow*). Il s'agit, en effet, de moyens financiers dont le manager peut disposer librement. Il échappe ainsi partiellement au contrôle exercé par les investisseurs externes. Contrairement à la théorie du *free cash-flow*, Ravid et Sudit mettent cependant l'accent sur le comportement du dirigeant comme acteur central dans la détermination des choix de financement. Ces choix relèvent d'une politique active et sont un levier important pour la

réalisation d'une stratégie de gestion des structures de GE qui déterminent la latitude managériale.

Au delà de la poursuite du pouvoir en soi, pour l'utilité que celui-ci procure directement, la politique de financement peut également servir au dirigeant d'outil pour extraire des rentes de la firme[122]. En effet, le financement est un vecteur d'enracinement, soit directement à travers la sélection des mécanismes disciplinaires, soit indirectement à travers l'alimentation d'une politique d'investissement spécifique. Il affaiblit ainsi la force des mécanismes disciplinaires qui ont comme fonction de garantir l'alignement du comportement managérial avec les intérêts des autres partenaires de la firme. Cette situation lui facilite l'appropriation de rentes. En même temps, la recherche de rentes par des investisseurs extérieurs est rendue plus difficile.

Nous rejoignons ainsi l'analyse de Castanias et Helfat qui s'articule autour de la logique de création et de répartition de rentes. Nous rappelons, à ce sujet, que les capacités managériales jouent un rôle central dans ce modèle. Par rapport à la politique de financement, de telles capacités pourraient consister en une certaine facilité d'accès à différentes sources financières. Dans ce contexte, le capital relationnel du dirigeant, ainsi que la réputation de sa compétence sont susceptibles d'avoir une influence positive sur la volonté de différentes catégories d'investisseurs à contribuer au financement de la stratégie de la firme. Il est donc probable que, à côté du financement interne, d'autres sources financières puissent contribuer à l'agrandissement de la latitude managériale. La disponibilité de ces sources devrait essentiellement être fonction des anticipations des investisseurs concernant le respect de leurs intérêts. Ceux-ci sont protégés par différents mécanismes de GE, plus ou moins contraignants[123]. A côté de ces mécanismes, la perception de la compétence du dirigeant est susceptible d'avoir une influence positive sur la confiance des investisseurs. Notons cependant que les aspects perceptuels sont peu traités par la théorie de l'enracinement. Ceci constitue une limite potentielle pour expliquer le lien dynamique entre GE et politique de financement dans différents contextes institutionnels. La présentation de ces limites fait l'objet du paragraphe suivant.

[122] Cf. Charreaux (1997), p. 479.
[123] Rappelons que, dans le modèle de Ravid et Sudit (1994), ces mécanismes sont à la base de l'ordre de préférences du dirigeant par rapport aux différents types de financement.

5.5. L'importance du contexte institutionnel et des limites cognitives pour la stratégie du dirigeant

En mettant l'accent sur le rôle actif du dirigeant, la théorie de l'enracinement permet de dépasser une des limites des premiers modèles financiers des théories de l'agence et des coûts de transaction, car elle permet l'intégration d'un élément dynamique. Au même titre que ses prédécesseurs, elle souffre cependant d'une prise-en-compte insuffisante du contexte institutionnel. Ainsi, l'enracinement explique le fonctionnement d'un certain nombre de mécanismes de gestion de l'espace discrétionnaire. L'incidence de l'environnement institutionnel sur les incitations et les coûts de mise en œuvre d'un mécanisme particulier par rapport à un autre reste cependant peu exploitée par ce champ théorique. Or, dans la mesure où l'enracinement permet au dirigeant de se protéger contre l'expropriation des rentes managériales[124], l'intérêt du recours à une telle stratégie dépend des mécanismes alternatifs, dont dispose le dirigeant dans un système de GE particulier. Par conséquent, une tentative d'explication du lien entre politique de financement et structures de GE peut difficilement se passer de l'intégration du contexte institutionnel. Sur le plan opérationnel, la comparaison de la trajectoire des entreprises dans plusieurs pays devrait permettre de tenir compte de cet aspect.

Par ailleurs, la théorie de l'enracinement, bien que plus dynamique que ses « ancêtres », explique principalement les changements structurels[125] avec un ensemble de mécanismes déjà existants. Ces derniers sont considérés comme exogènes. La possibilité d'innovations institutionnelles reste peu traitée. Or, Hill et Jones (1992) mettent en exergue l'importance des différentiels de pouvoir entre *stakeholders* comme une incitation à la mise en place de nouvelles structures de GE. A ce niveau, la référence au contexte institutionnel plus large ne peut pas être absente. Ainsi, Hill et Jones indiquent l'importance du processus politique comme un moyen pour les différentes catégories de partenaires de la firme de faire valoir leurs intérêts. Ce processus politique permet, en effet, d'agir sur la législation et, donc, le cadre réglementaire. Les activités d'influence[126], entreprises par les parties prenantes en

[124] Cf. Castanias et Helfat (1992). Ces derniers définissent la notion de « rentes managériales » comme la création de rentes, qui trouve sa cause directement dans l'action du dirigeant, grâce à ses capacités supérieures, par exemple.

[125] Ces changements consistent en un élargissement de l'espace discrétionnaire. Pour cela, le dirigeant dispose principalement de deux leviers d'action, à savoir la sélection des mécanismes de GE parmi l'ensemble des mécanismes disponibles et/ou l'affaiblissement de la force disciplinaire des mécanismes en place.

[126] Milgrom et Roberts (1990, p. 58) définissent les « coûts d'influence » comme « les pertes provenant du fait que les individus dans une organisation cherchent à influencer ses décisions dans leur intérêt personnel » (notre

vue d'une telle modification des institutions, dépendent notamment de leurs anticipations concernant les gains relatifs provenant d'un changement ou du maintien du système en place. Le processus de formation de ces anticipations reste cependant peu explicité. Pour expliquer l'évolution historique des mécanismes de GE disponibles dans un cadre institutionnel particulier[127], la compréhension de la formation de ces anticipations semble cependant indispensable.

Plus globalement, nous pouvons dire que le champ théorique présenté jusqu'à présent intègre peu le rôle des limites de la rationalité des acteurs pour expliquer les motivations de leur comportement. Or, les contraintes cognitives paraissent comme un facteur important, influant sur la perception des opportunités et sur leur interprétation par rapport à la rentabilité anticipée en fonction des différentes stratégies du dirigeant[128]. Pour illustrer ce propos, examinons un instant le rôle perçu du mécanisme de l'OPA hostile dans différents environnements institutionnels. Dans les pays anglo-saxons, l'opportunité de la mise en œuvre de ce mécanisme est souvent justifiée par son potentiel à accroître l'efficacité de la gestion de la cible. Le fait, qu'il s'agit là d'une idéologie pouvant s'expliquer par la rationalité procédurale des acteurs dans un contexte particulier, plutôt que d'une vérité établie, peut être apprécié en comparaison avec d'autres pays. Ainsi, en Allemagne, on rencontre beaucoup de réticences concernant ce type de prise de contrôle, considérant que les plus grands bénéfices sont à attendre d'une gestion consensuelle. Par conséquent, l'exploration du lien dynamique entre politique de financement et GE dans différents contextes institutionnels profiterait de la prise en compte des processus cognitifs des principaux acteurs.

Une telle approche pourrait être à la base d'un cadre d'analyse intégrateur. En effet, une limite sérieuse des théories précédentes est le caractère très fragmentaire de leurs explications. Ceci est vrai, non seulement pour les théories fondatrices de la réflexion financière sur le GE, mais également de la théorie de l'enracinement. En effet, selon Charreaux (1997) cette dernière enrichit la théorie du GE en apportant une perspective nouvelle. Les modèles restent cependant partiels. Dans son article sur « [l]e statut du dirigeant dans la recherche sur le gouvernement des entreprises », Charreaux (1997) conclut que « [l]a

---

traduction). Ces coûts seraient souvent le résultat d'une activité politique. Bien que l'analyse de Milgrom et Roberts (1990) concerne en premier lieu les activités à l'intérieur de la firme, le raisonnement peut être appliqué au processus législatif, dans la mesure où les organes qui décident du cadre réglementaire sont également susceptibles d'être la cible des activités d'influence.

[127] Nous rappelons que l'ensemble des mécanismes disciplinaires disponibles dans un contexte national constitue le **système** de GE d'un pays.

[128] A ce sujet, cf. North (1993).

piste qui apparaît la plus prometteuse, de par son caractère très général et ses fondements théoriques, semble être celle de la théorie du changement institutionnel proposée par North. » (cf. p. 493). Il s'agit là d'une théorie des coûts de transaction élargie, qui part du postulat de la rationalité procédurale. Sur la base de cette hypothèse fondamentale concernant les capacités cognitives des acteurs, North explique le rôle crucial des construits mentaux pour la structuration des institutions. Le mérite de cette approche réside non seulement dans son caractère dynamique, mais également dans sa capacité à tenir compte des trajectoires différentes que suivent les structures de GE et la politique de financement des entreprises dans différents environnements.

Conclusion du chapitre 1

Le premier chapitre nous a permis de faire une revue succincte des théories fondatrices de la réflexion financière sur le GE ainsi que de la théorie de l'enracinement en vue d'une identification des éléments susceptibles de contribuer à la présentation d'un cadre conceptuel du lien dynamique entre GE et politique de financement. D'une vision statique au niveau des modèles les plus traditionnels, qui laisse croire à un certain automatisme universel des choix de financement, on est progressivement passé à une représentation plus dynamique, dans laquelle prévaut une logique d'acteur. Ainsi, la relation entre GE et politique de financement ne semble pas unidirectionnelle. En effet, bien que les mécanismes de GE imposent des contraintes aux choix financiers des dirigeants, ces derniers peuvent également avoir recours à une politique financière particulière afin de mettre en œuvre une stratégie d'aménagement de leur espace discrétionnaire.

Les théories précédentes ont mis l'accent sur le rôle important des structures de GE comme mécanismes de sauvegarde des intérêts des diverses catégories d'investisseurs contribuant à l'alimentation du processus de création de valeur de la firme. Dans un contexte, où les intérêts entre les divers *stakeholders* sont conflictuels, la protection de leur part de la richesse créée par la firme influe favorablement sur la disponibilité des ressources. Le GE constitue un ensemble de contraintes du dirigeant en ce sens. Celui-ci est cependant capable de s'en affranchir partiellement. Nous concluons des arguments précédents que les théories revues dans le présent chapitre nous enseignent qu'au cœur des liens entre GE et politique de financement se trouvent des questions de création et de répartition de rentes. A ces théories, il manque cependant un cadre intégrateur, permettant de tenir compte de l'évolution des

différences des cadres institutionnels de différents pays. L'approfondissement de ces aspects fait l'objet du chapitre suivant.

Chapitre 2 : Changement du GE et politique de financement – une causalité double

Nous avons vu que les approches traditionnelles de la théorie financière comportent des limites en vue d'une modélisation du lien dynamique entre structures de GE et politique de financement dans différents environnements nationaux. Ainsi devons-nous, pour la construction du cadre conceptuel qui vise à éclairer davantage cette relation, recourir aux concepts d'une théorie du changement institutionnel. Cette dernière servira donc de référentiel intégrateur. Elle doit être capable de tenir compte des limites cognitives des individus, puisque nous avons constaté précédemment qu'une logique d'acteur semble la plus propice à approfondir notre compréhension des phénomènes réels. En effet, à partir du moment où nous supposons que les individus sont capables d'agir plus ou moins librement dans le processus du changement institutionnel, une hypothèse postulant la rationalité du type procédural[129] pour expliquer les choix structurels nous semble nécessaire. Le fait d'ouvrir le débat, afin d'admettre les limites cognitives, implique cependant une possible mise en cause du principe d'efficience comme concept explicatif. Il nous a ainsi semblé important de clarifier notre propre positionnement par rapport à ces questions. La section 1 du présent chapitre a, donc, comme objectif d'expliciter les hypothèses fondamentales qui sous-tendent la logique explicative du cadre conceptuel. Ici, l'idée de l'efficience contrainte[130] est un élément important pour la compréhension de l'évolution du GE dans le temps et dans l'espace. En cohérence avec la théorie de l'enracinement, le dirigeant est un stratège qui agit à l'interface entre politique financière et structures de GE. Son rôle d'entrepreneur organisationnel fait l'objet de la section 2. Ayant identifié cet acteur important, on peut s'interroger sur les motivations qui sous-tendent ses choix. A ce niveau, la logique de création et de répartition de rentes permet d'adapter le cadre très général du changement institutionnel à l'étude du lien dynamique entre GE et politique de financement (section 3). Enfin, fort de tels éléments théoriques, nous déduirons en section 4 un certain nombre de propositions concernant l'évolution conjointe de la politique de financement et du GE à l'intérieur de différents environnements nationaux.

[129] Notons à ce sujet que les théories de l'agence et des coûts de transaction supposent la rationalité limitée. Cette dernière constitue déjà une mise en cause de la rationalité substantielle des acteurs, en ce qu'elle suppose l'information incomplète et les capacités de calcul limitées. Contrairement à la rationalité procédurale, elle n'approfondit cependant pas l'étude du rôle de différents types d'heuristiques mentales, et notamment des processus d'ajustement de ces heuristiques.

[130] Notons dores et déjà que cette notion est très proche de l'efficience au second et au troisième degré. En effet, le principal avantage de l'utilisation du terme *efficience contrainte* réside dans le fait qu'il nous signale la cause de l'écart entre l'optimum de premier rang et les deux autres types d'efficience. Plus concrètement, il apparaît que cette cause est à chercher dans les *contraintes* institutionnelles et cognitives (cf. Roberts et Greenwood, 1997).

Section 1 : L'évolution du GE vue sous l'angle de l'efficience contrainte

L'explication de phénomènes dynamiques, tels que l'évolution conjointe de la politique de financement et des structures de GE, doit se référer à un principe explicatif qui soit capable de tenir compte de la diversité des processus selon l'environnement considéré. Dans ce contexte, le fait même d'une évolution dans le temps enlève sa crédibilité à une approche qui supposerait la réalisation d'un optimum hypothétique, et donc de l'efficience forte[131]. C'est ainsi que le concept d'efficience contrainte apparaît comme le plus réaliste comme base explicative pour la compréhension des changements structurels (1.1.). Notamment en supposant que les structures mises en place sont le résultat des choix de certains acteurs[132], il est important d'avoir une représentation appropriée du comportement de ces derniers, qui, pour faire leurs décisions, se trouvent confrontés à un certain nombre de limites cognitives et institutionnelles. Les limites institutionnelles proviennent, en ce qui concerne le comportement managérial, du système de GE. Pour l'étude du *corporate governance*, une distinction entre structures et systèmes de GE semble importante, pour mieux déceler les pôles d'influence du dirigeant d'une firme (1.2.). Nous serons surtout conduits à approfondir l'étude de la dynamique des structures de GE. C'est d'ailleurs au niveau de l'entreprise individuelle que l'influence du dirigeant devrait être la plus marquée. Les changements des structures de GE ne sont cependant pas sans lien avec l'environnement institutionnel plus large. En effet, ce constat est un élément très important du concept d'efficience contrainte. Ainsi, notre explication du lien dynamique entre structures de GE et politique de financement ne peut pas faire abstraction du système de GE du pays, dans lequel évolue l'entreprise. C'est pour cette raison que nous allons nous référer à la théorie du changement institutionnel de North (1.3.) qui est susceptible de servir de cadre intégrateur pour l'analyse des phénomènes que nous étudions. Implicitement, cette approche suppose l'efficience contrainte, qui accorde une grande importance à la perception des acteurs, expliquée par des limites cognitives, influant sur leurs choix.

---

[131] Rappelons à ce sujet que ni la théorie de l'agence ni la théorie des coûts de transaction ne supposent un tel optimum de premier rang. De ce fait, leur principaux concepts sont tout à fait compatibles avec une démarche dynamique. La faiblesse majeure de ces courants théoriques par rapport à notre propre question de recherche réside cependant dans un manque d'approfondissement des *processus* d'ajustement conduisant d'un équilibre à un autre.

1.1. Evolution structurelle et efficience contrainte – quelles hypothèses comportementales ?

Déjà en 1950, dans un article sur la signification d'arguments évolutionnistes pour l'économie, A. Alchian critique l'irréalisme de l'idée d'efficience forte, concept auquel il préfère celui d'efficience relative. Ainsi, le monde étant incertain, les individus sont incapables de connaître *a priori* les actions nécessaires pour parvenir à un optimum hypothétique. Compte tenu de ce fait, leur comportement n'est pas déterminé par un souci de maximisation dans un sens absolu, mais plutôt par la recherche d'un profit positif. Par conséquent, le critère de succès d'une action, qui est à la base de sa survie dans le processus de sélection naturelle, n'est pas la grandeur absolue du profit, mais le fait que l'action n'engendre pas de pertes. La compétition élimine alors les solutions qui, *a posteriori*, s'avèrent déficitaires. L'impossibilité de la perfection des choix tient essentiellement à l'incertitude qui entoure les décideurs, qui sont non seulement incapables de prévoir toutes les contingences futures mais également limités dans leurs capacités calculatoires. Il en résulte que les acteurs doivent fonder leurs choix sur un certain nombre de jugements et d'opinions subjectifs. La citation suivante, empruntée à Alchian (1950), est tout à fait significative à cet égard. « Where there is uncertainty, people's judgements and opinions, even when based on the best available evidence, will differ [...]»[133] (p. 216). Bien que ce point ne soit pas approfondi dans l'article en question, cette mention signale l'importance des représentations personnelles et subjectives des décideurs pour fonder leurs choix. En même temps, la possible divergence des jugements permet de tenir compte de la variabilité des solutions dans l'espace. Ainsi, même si la motivation économique fondamentale des acteurs est la recherche du profit, il n'y a pas nécessairement unanimité concernant la manière, selon laquelle un tel profit peut être créé. Dans ce contexte, une des possibilités qu'ont les individus pour choisir leurs actions est l'observation des succès passés concernant des situations comparables à la leur. L'imitation est, donc, susceptible de guider un certain nombre de comportements. Selon Alchian (cf. p. 218), l'imitation est à la base de certains schémas de comportement

[132] Nous rappelons que nous avons choisi d'étudier plus particulièrement le rôle du dirigeant, au centre du nœud de contrats, dans la détermination de la politique de financement, qui semble reliée au changement des structures de GE.

[133] « *Où il existe de l'incertitude, les jugements et opinions des personnes, même s'ils se fondent sur les meilleurs preuves disponibles, seront différents les uns des autres [...]* » (notre propre traduction).

conventionnels. La création de conventions et de règles est, par conséquent, le résultat de l'incertitude et des limites cognitives.

Ceci est cohérent avec l'analyse que font Nelson et Winter (1982) des routines. En effet, l'utilisation de routines est caractéristique d'un certain nombre de comportements, grâce à leur capacité à économiser les ressources cognitives. Pour donner une description simple, on peut parler d'une séquence d'actions, qui se déroule de manière quasi-automatique. C'est-à-dire que les routines constituent une connaissance tacite, ce qui implique que leur mise en œuvre ne nécessite pas la rationalisation explicite du comportement. De ce fait, l'individu qui y recourt libère des capacités cognitives pour d'autres tâches. Des routines de ce type existent dans différents domaines, qu'il s'agisse de tâches rudimentaires de la vie quotidienne ou de routines organisationnelles déterminant un certain nombre de comportements au sein d'une entreprise, par exemple. Ainsi, certains mécanismes de contrôle sont susceptibles de revêtir un caractère routinier, et à ce point nous rejoignons les questions du gouvernement des entreprises. Comme les routines relèvent de la connaissance tacite, leur apprentissage se fait par l'exemple et la répétition. Ceci implique, cependant, que les acteurs ne sont pas forcément conscients des présupposés sur lesquels sont fondés leurs choix routiniers[134].

Il en résulte clairement qu'une partie des choix des acteurs s'effectue sur un mode qui échappe à la rationalité substantielle. Au contraire, les capacités cognitives des acteurs sont mieux décrites en se fondant sur la notion de rationalité procédurale. Celle-ci permet, en effet, d'expliquer le recours à un certain nombre de routines. N'ayant pas de certitude concernant le meilleur choix à effectuer, les acteurs décident sur un cours d'action qui leur paraît susceptible d'avoir un certain succès. Le constat d'un échec *ex post* peut entraîner l'abandon de la solution, alors que le succès renforce la probabilité d'une répétition dans le futur. Ainsi, avec l'impossibilité d'une spécification *a priori* des meilleures décisions à prendre, la rationalité procédurale signifie un comportement qui procède par essai – erreur, résultat d'une « délibération appropriée » (Simon, 1982, p. 131). Dans ce contexte, les routines sont des séquences d'action ayant survécu dans le processus de sélection grâce à leur succès relatif. A ce point, nous nous trouvons en effet au cœur du processus d'ajustement. Notons également que certaines routines, mises en œuvre par une population entière, revêtent un caractère conventionnel. En effet, comme les capacités cognitives des individus sont limitées, ces

[134] Nous rappelons que l'existence et l'évolution des mécanismes d'incitation et de contrôle, et donc de GE, peuvent être analysées en recourant au concept de routine.

derniers, dans certaines situations, sont susceptibles de s'inspirer des solutions proposées par d'autres, qui, dans le passé, semblent avoir rencontré du succès.

De tels présupposés concernant les capacités cognitives des acteurs sous-tendent également le concept de l'efficience contrainte proposé par Roberts et Greenwood (1997). Ces auteurs tentent une fusion des approches transactionnelle et institutionnaliste. Comme Williamson, ils s'intéressent au choix de différentes structures de GE pour régir les transactions. Une limite majeure de la théorie des coûts de transaction traditionnelle pour une modélisation d'un processus évolutif réside cependant dans la démarche de la statique comparative (Kay, 1992, cité par Roberts et Greenwood, 1997, p. 349). Il nous semble que cette dernière est prisonnière de l'hypothèse de la rationalité limitée, plus restrictive que celle de la rationalité procédurale. Cette dernière apparaît cependant comme la seule qui soit compatible avec l'explication des processus d'ajustement conduisant d'une structure de GE à une autre, identifiée comme relativement plus efficiente. La démarche de Williamson est conçue pour permettre précisément cette identification des déterminants de l'efficience relative des structures. Quant à l'explication des processus reliant ces structures dans le temps, l'approche williamsonienne est cependant peu explicite. Dans la théorie des coûts de transaction traditionnelle, les limites de la rationalité humaine sont, en fait, utilisées pour apprécier l'efficience relative de différents arrangements structurels dans une comparaison statique, mais semblent disparaître de l'analyse de Williamson lorsqu'il s'agit d'expliciter le processus qui mène au choix de ces mêmes structures. Ainsi, dans les travaux de la théorie des coûts de transaction, tout se fait comme si le problème de la rationalité ne se posait pas au moment du choix des structures, mais que la rationalité limitée des individus jouait un rôle important seulement au niveau de la mise en œuvre de la transaction, que les structures de GE sont censées régir (Roberts et Greenwood, 1997, p. 351).

Le concept de Roberts et Greenwood (1997) se fonde sur cette critique pour proposer une hypothèse plus réaliste de la rationalité humaine, permettant d'éclairer le processus, par lequel les organisations adoptent les structures de GE. Notons, par ailleurs, que ces auteurs s'interrogent également sur les acteurs centraux dans le choix des structures de GE. A ce niveau, ils identifient l'équipe dirigeante comme un moteur crucial du changement structurel. A cet égard, il nous semble que la logique d'acteur, qui n'invoque pas seulement des forces

impersonnelles[135], mais accorde un rôle actif aux décideurs, oblige à un effort de clarification des présupposés concernant le processus de choix des individus.

A ce sujet, Roberts et Greenwood supposent l'existence de deux contraintes concernant le choix des structures de GE, l'une cognitive et l'autre institutionnelle. En effet, le dirigeant, à la recherche d'un niveau de profit satisfaisant, doit, dans un environnement plus ou moins compétitif, choisir[136] entre plusieurs structures de GE. L'intensité de la compétition joue un rôle important, dans la mesure où elle influe sur le niveau de profit jugé satisfaisant[137]. Lorsque ce niveau est franchi à la baisse, le dirigeant est susceptible de mettre en cause les structures en place. Pour trouver des solutions, son choix est limité par ses propres capacités cognitives et par l'environnement institutionnel, qui impose des contraintes de deux sortes, à savoir préconscientes et postconscientes (Roberts et Greenwood, 1997, p. 354-357). Ces limites influent sur l'espace des solutions structurelles potentielles qui seront considérées par le dirigeant pour remplacer les structures de GE en place.

Dans l'analyse de Roberts et Greenwood (1997), les contraintes institutionnelles préconscientes s'expliquent par le fait qu'un certain nombre de limites n'est pas mis en cause par les acteurs mais est supposé comme allant de soi. Ceci tient probablement à la nature tacite de certaines règles institutionnelles. Ainsi, ces dernières sont considérées comme un fait naturel et objectif. En effet, les décideurs dans un contexte donné détiennent des opinions sur ce que sont des cours d'action appropriés. De telles opinions peuvent être profondément enracinées dans l'environnement socioculturel. Elles fondent la légitimité[138] des différents choix structurels. Par conséquent, la recherche pour une alternative aux structures de GE en place se focalise en priorité sur les mécanismes reconnus comme légitimes[139]. Les jugements de valeur en termes de légitimité ont ainsi un impact sur les choix réels. Ceci justifie

[135] C'est-à-dire que, pour l'explication des choix des dirigeants dans le processus de changement des structures de GE, il paraît insuffisant d'invoquer la pression « anonyme » des marchés, sans tenir compte de sa perception par les acteurs.
[136] Rappelons cependant que ce choix de la part du dirigeant n'est pas total. En effet, les modèles financiers revus précédemment nous enseignent que certains mécanismes de GE sont imposés au dirigeant. L'espace discrétionnaire, bien qu'il soit une source importante du changement des structures de GE, n'est pas sans limites.
[137] Notons que l'idée d'un seuil de résultat jugé satisfaisant est également présente dans l'analyse de Castanias et Helfat (1992), où elle s'appuie cependant sur le MEDAF (modèle d'équilibre des actifs financiers). Ce critère de référence suppose un raisonnement fondé sur la valeur actionnariale. Or, nous verrons plus loin que les limites cognitives des acteurs sont susceptibles d'être à la base d'une mise en cause de l'universalité du modèle moniste, focalisé sur les seuls actionnaires.
[138] La légitimité d'un certain choix repose sur une norme concernant les choix acceptables. En fait, ces « attentes normatives » peuvent prendre une forme pré- ou postconsciente (Roberts et Greenwood, 1997, p. 356).
[139] Cf. Roberts et Greenwood (1997), p. 359.

l'intégration de la dimension normative dans notre définition du schéma mental par rapport au GE. Nous rappelons que cette définition est construite autour de la création et de la répartition de valeur, qui constituent ses deux dimensions essentielles. Dans ce contexte, le jugement que portent les acteurs sur la rémunération appropriée, et donc légitime, des différentes catégories d'investisseurs est susceptible, dans certaines situations, d'être analysé comme une contrainte préconsciente au sens de Roberts et Greenwood (1997).

A l'intérieur des contraintes institutionnelles, les limites cognitives de chaque dirigeant jouent un rôle central pour l'adoption de nouvelles structures de GE. Elles ne contraignent pas seulement la connaissance *a priori* d'un ensemble de choix potentiels, mais également l'idée que se font les décideurs de l'efficience relative des diverses solutions structurelles. Ceci étant un critère de choix important, dans la mesure où les acteurs cherchent à atteindre un niveau de rentabilité satisfaisant, la théorie détenue par les décideurs concernant la formation de la valeur, qui constitue la deuxième dimension de notre définition du schéma mental, joue vraisemblablement un rôle central dans le processus du changement du GE. Il en résulte que la définition que nous proposons du schéma mental par rapport au GE repose essentiellement sur l'idée d'un impact réel des limites cognitives et institutionnelles. C'est-à-dire que, bien que le schéma mental ne constitue qu'une représentation subjective de la réalité en termes de création de valeur, les choix fondés sur cette représentation influent sur l'évolution réelle (et observable) des structures de GE.

L'efficience contrainte comme logique explicative est ainsi susceptible de nous renseigner sur une cause importante de la divergence entre les trois types d'efficience mis en exergue par Charreaux (1999). Les limites cognitives des acteurs, qui peuvent être appréciées par rapport à leurs schémas mentaux, contribuent à expliquer un éventuel écart des structures de GE d'une firme particulière par rapport à l'efficience au second degré. Au moment du choix d'une nouvelle structure - motivé comme expliqué dans le paragraphe précédent - les déterminants d'un résultat satisfaisant, et donc d'un certain degré d'efficience, peuvent en effet être mal compris par les parties prenantes. Le choix structurel qui en résulte, à un instant donné, constitue seulement un équilibre local. Dans la mesure où il est efficient uniquement au troisième degré, cet équilibre est fragile. Dans ce contexte, le postulat de la rationalité procédurale permet de tenir compte des modifications éventuelles des schémas mentaux[140]

[140] C'est à ce niveau que réside la différence majeure avec les travaux de la théorie de l'agence et de la théorie des coûts de transaction, qui supposent seulement la rationalité limitée. Bien que cette dernière soit capable

dans le temps. Ceci est le résultat d'un processus de *feed-back* intégrant le constat de l'écart d'efficience. Ces modifications peuvent, à terme, entraîner une convergence vers l'optimum de deuxième rang. Notons cependant que ce dernier est contraint, à son tour, par le cadre institutionnel plus large. Ceci peut expliquer la persistance de différents systèmes « nationaux » de GE. Ainsi, le processus de sélection qui conditionne la survie des solutions structurelles n'est pas guidé par une *tendance naturelle* vers l'efficience absolue (optimum de premier rang), mais plutôt par la *recherche* de l'efficience (satisfaisante) par les acteurs stratégiques. Cette recherche, ainsi que l'adoption des résultats qui en sont issus, sont contraintes par les capacités cognitives des décideurs et par l'environnement institutionnel, dans lequel ils opèrent. Le constat empirique de l'existence de différents systèmes de GE[141] est donc susceptible de trouver une explication sur la base du principe d'efficience contrainte et de l'hypothèse de rationalité procédurale, qui le sous-tend.

Si nous supposons que les divers systèmes de GE nationaux correspondent à des états d'équilibre différents (Charreaux, 1997 a, p. 464), l'étude des processus conduisant à de tels équilibres s'avère importante. Simon (1983), exposant sa conception de la rationalité humaine, l'exprime dans les termes suivants. « The as-if answer won't satisfy us [...] unless we can be sure that the equilibrium arrived at is unique. If different processes would lead us to different equilibria, a result that we shall see is likely, then process again acquires a central role [...] in understanding the phenomena [...] »[142] (p. 39). Nous avons vu que la faiblesse principale des théories de l'agence et des coûts de transaction n'était pas un manque de reconnaissance de la dynamique, mais plutôt la faiblesse du concept de rationalité limitée (par opposition à la rationalité procédurale) à modéliser le fonctionnement des processus d'adaptation. Par conséquent, l'approche de Williamson semble, entre autres, plus apte à conceptualiser le contenu du résultat d'un processus plutôt que le processus lui-même (Hirsch et Lounsbury, 1996, p. 882). Afin de mieux appréhender ce dernier, la théorie évolutionniste propose un cadre d'analyse dépassant les outils conceptuels des théories fondatrices du GE. Notamment, ce qui réduit la portée de l'approche de Williamson est le fait de ne pas intégrer l'idée de l'apprentissage adaptatif (*adaptive learning*) (Vromen, 1995, p. 121). Or, ce dernier

---

d'expliquer l'existence d'un écart entre une situation réelle et l'optimum de premier rang, la rationalité procédurale est la seule à même d'approfondir les processus d'ajustement.

[141] cf., par exemple, Berglöf (1997).

[142] « *L'argument [méthodologique] du 'comme si' est insatisfaisant [...], sauf si nous pouvons être certains que l'équilibre atteint est unique. Si des processus différents conduisent à des équilibres différents, un résultat qui est probable, comme nous allons le voir, le processus acquiert un rôle central [...] pour la compréhension des phénomènes [...]* » (notre propre traduction).

semble jouer un rôle crucial dans le processus d'évolution économique. Ainsi, Vromen (1995)[143] identifie deux types de boucles de rétroaction (*feed-back loops*). Selon cette analyse, il faut distinguer la sélection naturelle qui s'opère au niveau d'une population d'entreprises, éliminant celles qui font des pertes et ne disposent plus de ressources, et l'apprentissage adaptatif qui s'opère au niveau de la firme individuelle, procédant à une recherche de solutions par essai – erreur. Cette recherche est déclenchée par des résultats de la firme jugés insuffisants, supposés[144] provenir des routines organisationnelles[145] actuelles. Vromen (1995) explique également que les solutions trouvées par les acteurs s'appuient souvent sur une recombinaison de routines déjà connues. Il s'agit donc d'un mécanisme pour expliquer la variabilité dans le comportement des individus. En même temps, cette variabilité, et donc le changement des routines appliquées, est contrainte par la trajectoire historique des agents.

Notons que le terme « efficience contrainte » ne fait que résumer cette conception d'un acteur rationnel de façon procédurale, déjà supposée dans l'approche évolutionniste. Cette dernière est cependant très générale et doit encore être adaptée à l'étude du GE et de ses liens avec la politique de financement. En effet, selon Roberts et Greenwood (1997), l'introduction de limites cognitives et institutionnelles dans le raisonnement oblige à s'interroger sur les acteurs pertinents. Dans la mesure où le GE consiste en l'ensemble des mécanismes qui contraignent l'espace discrétionnaire du dirigeant, celui-ci paraît comme l'acteur privilégié concernant les questions du GE. Ceci correspond également au point de vue exprimé par Hill et Jones (1992) qui rappellent la position privilégiée du manager au centre du nœud de contrats. En effet, si le seul mécanisme d'évolution était celui de la sélection naturelle, il ferait évoluer la population des entreprises (d'un pays) vers un optimum d'efficience (au second degré). C'est ce qui semble être supposé dans les conceptions « les plus simplistes » de la sélection naturelle dans un contexte compétitif, faisant abstraction de l'apprentissage adaptatif. Dans un tel cadre, la question de la personne de l'acteur serait d'un intérêt secondaire, car l'efficience s'imposerait quelle que soit cette personne. En effet, Vromen (1995) montre que la sélection naturelle s'opère au niveau de la population et non pas au niveau de l'entreprise individuelle, contrairement au deuxième mécanisme d'évolution qu'est l'apprentissage adaptatif. L'hypothèse de sélection par la compétition sous-tend notamment

[143] Cf. notamment le chapitre 6, intitulé « Two Evolutionary Mechanisms », Vromen (1995, p. 107-129).
[144] Précisons que, dans ce contexte, les acteurs n'ont aucune connaissance objective des causes de l'échec. Ils possèdent seulement une représentation subjective des origines de leur situation. Pour la même raison, bien que leur recherche soit intentionnelle (Vromen, 1995, p. 116), elle est guidée par des *heuristiques* (*idem*, p. 117) plutôt que par la connaissance de causalités objectives.
[145] Rappelons que les mécanismes de GE peuvent être assimilés à de telles routines.

les modèles d'agence (Charreaux, 1999, p. 110). Par contre, le rôle actif du dirigeant, capable d'adapter son comportement en fonction d'un processus d'apprentissage, est peu étudié par les modèles financiers de la théorie de l'agence[146]. Le manager apparaît, dans ce contexte, comme un relais passif des structures d'incitation et de contrôle, qui induiraient automatiquement certains comportements, notamment au niveau des choix de financement. Nous avons préalablement insisté sur les limites d'une telle approche pour l'explication des processus réels[147]. En effet, « le caractère apparemment peu efficace, sur le court terme, du processus de sélection fondé sur la contrainte des marchés entraîne une réduction du pouvoir explicatif de la théorie [de l'agence] » (Charreaux, 1999, p. 114). Pour une meilleure explication du lien entre financement et GE, il apparaît ainsi nécessaire d'intégrer l'idée que le dirigeant possède une certaine latitude d'action. A l'intérieur des limites fixées par les structures de GE, il est, en effet, capable de poursuivre une stratégie personnelle, qui relève d'un véritable choix. Le cours d'action précis qu'adoptera le dirigeant ne peut donc jamais être prédit avec certitude. Ceci contribue à la capacité humaine à innover. Ainsi, le dirigeant usant de sa marge discrétionnaire est capable de dépasser certaines limites qui lui sont imposées par les structures de GE en place. Par conséquent, l'innovation structurelle contribue à la gestion active de la latitude managériale. Elle réduit en même temps la prévisibilité du comportement du dirigeant. Ce dernier peut, dans certains cas, prendre le rôle d'un entrepreneur organisationnel, qui, usant de la marge discrétionnaire que les structures de GE lui accordent, fait évoluer ces mêmes structures. Le rôle entrepreneurial du dirigeant sera approfondi en section 2. Par la suite (sections 3 et 4), il s'agira de savoir dans quelle mesure cette modélisation plus complexe permet une explication plus adaptée du financement des entreprises dans différents contextes institutionnels.

A ce point, il convient de noter que notre référence au principe d'efficience contrainte n'implique nullement que nous remplaçons les contraintes imposées par la concurrence sur un marché compétitif par les contraintes institutionnels, qui détermineraient parfaitement les choix. En effet, tout comme les mécanismes fonctionnant sur un mode compétitif, les limites institutionnelles laissent des degrés le liberté au dirigeant. Un type de déterminisme structurel n'en remplace donc pas un autre. Le dirigeant, acteur stratégique au sens de Crozier et

[146] Précisons cependant que Jensen et Meckling (1994) nous laisse penser qu'une prise en compte des processus mentaux des dirigeants n'est pas incompatible avec la théorie de l'agence. Ainsi, il semble que, bien que l'intégration de l'évolution des schémas mentaux soit en principe possible, la « piste cognitive » a été insuffisamment exploitée dans les modèles financiers.

[147] Dann et De Angelo (1988), par exemple, montrent empiriquement que le financement peut être l'instrument d'une stratégie active du dirigeant, lui permettant de neutraliser la menace d'une OPA hostile.

Friedberg (1977) et Friedberg (1993), dispose donc d'un espace discrétionnaire pour la formulation de sa politique de financement ainsi que pour la modification des structures qui canalisent son comportement (financier ou autre).

L'étude de Roberts et Greenwood (1997), très proche du schéma explicatif proposé par Vromen (1995), permet de focaliser l'attention sur l'explication du changement des structures de GE. Nous avons vu qu'au cœur de la démarche de Roberts et Greenwood se trouve l'efficience contrainte comme principe explicatif. Il en résulte un modèle du changement structurel par phases. Selon ce dernier, un changement de l'efficience perçue des structures de GE en place, impliquant une baisse en dessous du seuil considéré comme acceptable, induit une recherche par le dirigeant de solutions alternatives. Il s'agit là de la boucle de rétroaction induite par l'apprentissage adaptatif dans la démarche évolutionniste. Chez Roberts et Greenwood (1997), le degré d'efficience jugé satisfaisant dépend de l'intensité de la concurrence dans un contexte précis. C'est, en effet, l'environnement institutionnel, qui influence le degré de compétition. La recherche d'une solution est contrainte par des limites cognitives et institutionnelles, qui définissent le champ des choix potentiels de différentes structures de GE. Ces choix sont évalués selon leur degré d'efficience supposé, qui dépend également des prédispositions cognitives, qui conditionnent la théorie implicite que détiennent les acteurs concernant la création de valeur. Le choix structurel qui résulte d'une telle évaluation doit finalement passer l'examen de l'acceptabilité socio-politique avant son adoption effective. Le succès d'une nouvelle structure de GE dans un contexte organisationnel spécifique contribue à sa légitimation *ex post*. Ceci est susceptible d'induire un changement au niveau de l'environnement institutionnel plus large, dans la mesure où le nouveau type de structure de GE acquiert une plus grande légitimité[148]. Ceci contribue potentiellement à sa prolifération, dans la mesure où les acteurs dans d'autres entreprises observent également le succès de la nouvelle structure de gouvernance.

L'étude de Roberts et Greenwood (1997) reste cependant très générale, proposant un cadre explicatif large sans, pour autant, approfondir le processus d'implémentation des nouvelles structures de GE. Notamment, nous pouvons nous interroger sur le rôle de la politique de financement du dirigeant pour l'aménagement concret de sa latitude managériale. La politique de financement n'est certainement pas le seul outil de la mise en œuvre de la stratégie personnelle du dirigeant. Elle constitue néanmoins un levier d'action puissant, dans

[148] C'est-à-dire que la croyance en son efficacité est partagée par une proportion croissante de la population.

la mesure où la disponibilité de ressources financières est directement liée à l'étendue de l'espace discrétionnaire. Nous rappelons à ce sujet que la mise en œuvre de certaines stratégies concernant les mécanismes de GE implique un besoin de financement important. Il s'agit là d'une contribution importante de la théorie de l'enracinement. Par conséquent, même si la politique de financement n'est certainement pas le seul levier d'action du dirigeant, elle est néanmoins un outil important. Une analyse du lien entre GE et politique de financement est donc susceptible d'approfondir notre compréhension d'un mécanisme d'implémentation particulier, ce qui signifie une contribution à l'étude des micro-processus suggérée par Roberts et Greenwood[149]. Ainsi, loin d'une vision, selon laquelle les choix de financement seraient faits par un calcul portant sur des structures de GE standardisés et invariables, l'approche dynamique qui se fonde sur l'efficience contrainte permet potentiellement d'appréhender le financement comme un levier stratégique du dirigeant. Ce dernier s'en servira, lorsqu'il pense que la latitude dont il dispose actuellement ne lui permet pas de générer une efficience suffisante, et que la modification de son espace discrétionnaire nécessite un certain type de financement.

Nous reviendrons plus en détail sur le lien dynamique entre GE et politique de financement dans les sections 3 et 4 du présent chapitre. Avant d'y parvenir, il reste cependant un certain nombre de clarifications à apporter concernant la logique fondamentale du changement des structures et des systèmes de GE. Vromen (1995) distingue deux niveaux d'analyse pour l'étude des mécanismes de l'évolution économique, c'est-à-dire le niveau de la firme individuelle et le niveau de la population constituée d'un ensemble d'entreprises. Par rapport à ces différents niveaux d'analyse, le cadre conceptuel proposé par Roberts et Greenwood (1997) se focalise en priorité sur l'adoption de changements structurels au niveau d'une organisation individuelle. Leur étude est moins explicite concernant l'explication des règles de gouvernance qui concernent potentiellement l'ensemble des entreprises dans un pays (niveau de la population). Les changements structurels au niveau d'une firme particulière exercent néanmoins une influence potentielle sur le contexte institutionnel plus large, à l'intérieur duquel l'organisation évolue[150]. Ainsi, le lien entre système institutionnel englobant et structure organisationnelle est complexe, et la dimension individuelle peut difficilement

[149] *Op. cit.*, p. 368.

[150] Roberts et Greenwood (1997) appellent cela un *feedback loop* (boucle de rétroaction) (cf. p. 361). Ils considèrent, en effet, que l'adoption effective d'une innovation structurelle au niveau local contribue à sa légitimation au niveau des contraintes institutionnelles. Au même titre, des structures de GE peuvent perdre leur légitimité institutionnelle si la perception d'une performance insuffisante conduit à leur abandon. Dans le cas de la rétroaction étudiée par Roberts et Greenwood, il s'agit d'un apprentissage qui dépasse le niveau local et fait évoluer les schémas mentaux de la population plus large.

être étudiée sans référence au cadre institutionnel. Par conséquent, pour les besoins de notre problématique, il est important de distinguer clairement les différents niveaux d'analyse, c'est-à-dire le niveau local d'une firme particulière et le niveau institutionnel concernant la population des entreprises d'un pays. Préalablement, nous avons déjà fait une différence entre les notions de système de GE (niveau institutionnel) et de structure de GE (niveau local). La clarification de l'intérêt des deux notions pour notre question de recherche fait l'objet du paragraphe suivant.

1.2. Système de GE, structures de GE et pôles d'influence du dirigeant

La théorie du changement institutionnel proposée par North accorde un rôle primordial aux entrepreneurs organisationnels, qui sont les décideurs de différents types d'organisation qui interagissent chacun avec le système institutionnel. En ce sens, le dirigeant de la grande entreprise n'est qu'un entrepreneur potentiel parmi d'autres. Le système institutionnel, sur lequel s'appuie le système de GE, évolue cependant sous l'influence de l'ensemble des divers entrepreneurs organisationnels. Rappelons que nous distinguons deux niveaux d'analyse concernant le GE, c'est-à-dire le niveau du **système** de GE et celui des **structures** de GE. Alors que le premier fait partie intégrante du cadre institutionnel plus large d'un pays[151], le dernier concerne le dispositif d'incitation et de contrôle très concret mis en œuvre dans le cas d'une entreprise particulière. Notre propre travail de recherche focalise l'attention sur l'espace discrétionnaire du dirigeant de la grande entreprise. Pour les phénomènes de politique de financement en relation avec le GE, le manager a en effet été identifié comme l'acteur central. L'espace discrétionnaire concret de ce dernier est délimité par les **structures de GE** qui s'appliquent à son cas particulier. Nous rappelons que, par rapport à ces structures particulières, le **système de GE**, commun aux firmes d'un pays, définit le champ de l'ensemble des mécanismes de GE disponibles. Cette distinction est donc analogue à celle qu'établissent Roberts et Greenwood (1997) entre structures organisationnelles et environnement institutionnel. Ainsi, le système de GE recouvre les règles institutionnelles de gouvernance, alors que les structures de GE sont les composantes spécifiques à l'organisation du dirigeant. En effet, le cadre institutionnel plus large d'un pays inclut le système de GE, et

[151] Nous réservons ainsi l'utilisation du terme système de GE à un niveau d'analyse particulier. En cela notre approche diffère de la définition de Charreaux (1997 a), selon lequel *tous* les mécanismes de gouvernance se confondent à l'intérieur du système de GE. Par rapport à la typologie que propose Charreaux (1997 a, p. 427) des divers mécanismes de GE, il nous semble que notre restriction de la notion de système de GE au seul cadre institutionnel fait que le *système* recouvre uniquement les « mécanismes non spécifiques ». Le choix d'une telle définition, qui nous a semblé nécessaire pour la clarté de nos propos, ne doit cependant pas faire oublier qu'il y a une interaction complexe entre les mécanismes de GE intervenant à des niveaux différents.

les structures de GE constituent une partie de l'ensemble des structures organisationnelles. Nous sommes donc confrontés à deux niveaux d'analyse distincts.

Or, notre analyse est volontairement restreinte à la marge discrétionnaire du dirigeant de la grande entreprise. Une explication exhaustive de la dynamique de l'ensemble d'un système de GE n'est pas l'objectif du présent travail de recherche. Nos ambitions sont en effet plus modestes. Elles sont guidées par le souci d'une meilleure compréhension de la dynamique qui lie le financement aux structures de GE[152]. Dans ce cadre, l'espace discrétionnaire concret du dirigeant joue un rôle important. Ainsi, nous nous intéressons à la dynamique des systèmes de GE seulement dans la mesure où celle-ci possède un lien potentiel avec la politique de financement de la firme. Dans une perspective qui place le dirigeant en tant qu'acteur au centre de ses préoccupations afin d'approfondir la connaissance des processus réels, la focalisation sur les structures de GE possède l'avantage que l'on peut considérer que l'influence réelle du dirigeant est vraisemblablement la plus forte à ce niveau.

C'est donc le souci de l'identification des véritables pôles d'influence du dirigeant qui oblige à une distinction claire entre structures et système de gouvernement des entreprises. Dans son ouvrage de 1993, Erhard Friedberg[153] thématise la nature politique des interactions humaines, et s'intéresse à l'autonomie ainsi qu'à la stabilisation des comportements des acteurs. Il analyse la coopération entre les acteurs aux intérêts conflictuels comme un échange négocié. Dans ce contexte, les acteurs sont stratégiques, c'est-à-dire capables de poursuivre des cours d'action déterminés de manière autonome. Ceci implique que les actions humaines ne sont jamais complètement prévisibles, mais donnent lieu à un certain degré d'incertitude. En même temps, les structures émergent, permettant une stabilisation des rapports entre acteurs. Par conséquent, les stratégies des acteurs possèdent bien un certain degré d'autonomie, qui est cependant contraint par l'environnement structurel. Ce dernier, jamais statique, est lui-même le résultat des négociations qui traduisent la volonté stratégique des acteurs. Une telle analyse, pour générale qu'elle soit, possède un certain nombre de similitudes avec le cas particulier de l'étude des structures de GE, conçues comme délimitant

[152] Dans le sens des mécanismes de GE qui s'appliquent au cas d'une entreprise particulière.

[153] Il convient de signaler que Friedberg (1993), comme Crozier et Friedberg (1977), a recours au concept de pouvoir comme principe explicatif. Leur analyse est donc différente de la nôtre, pour laquelle le principe de l'efficience contrainte joue le rôle explicatif central. Il existe cependant quelques points de convergence entre les deux démarches. Il nous a ainsi semblé utile de les résumer dans la présente sous-section. Parmi les similitudes, on trouve notamment le fait que, tout comme la perspective de l'efficience contrainte, l'approche de Friedberg suppose la rationalité procédurale. Par ailleurs, sa notion de « système d'action concret » paraît assez proche de la latitude managériale.

l'espace discrétionnaire du dirigeant. Il s'agit bien d'une conception selon laquelle le dirigeant est un acteur à part entière, capable de formuler une politique qui s'inspire de sa volonté stratégique. La politique de financement peut être analysée sous cet angle. L'autonomie par rapport à la formulation d'une telle politique n'est cependant jamais absolue, mais contrainte par les structures de GE. Ces dernières sont dynamiques et peuvent elles-mêmes être visées par la stratégie personnelle du dirigeant, à laquelle la politique de financement peut servir de levier d'action. C'est donc le concept de latitude managériale, espace de libre action du dirigeant, qui justifie notre référence à la conception politique des rapports entre acteurs. Les structures de GE stabilisent cependant le comportement managérial, dans le sens qu'il n'est pas complètement aléatoire, en lui fixant des limites visant une sauvegarde des intérêts potentiellement divergents de certains partenaires de la firme. Parmi l'ensemble de ces intérêts conflictuels se trouvent ceux de nature financière.

L'étude de Friedberg, qui se situe dans le champ organisationnel et sociologique, est très générale et n'aborde pas directement les questions de la politique de financement et du GE. Elle apporte néanmoins une notion tout à fait intéressante à l'étude du lien dynamique entre GE et politique de financement. Il s'agit du concept de système d'action concret. Cette notion s'inspire en effet de la volonté d'identifier l'espace d'action pertinent pour un acteur inséré dans un ensemble de relations. Nous rejoignons ainsi la question des pôles d'influence du dirigeant. Dans ce contexte, la distinction entre structures et système de GE est motivée par l'identification du système d'action concret du dirigeant par rapport à la politique de financement. Il ne faut cependant pas confondre la notion de système d'action concret de Friedberg avec la définition que nous proposons du système de gouvernement des entreprises. En effet, l'action concrète est conditionnée par un ordre local, alors que le système de GE relève plutôt du niveau du cadre institutionnel englobant. En ce sens, ce sont les structures de GE d'une firme particulière qui définissent le système d'action (financière) concret du dirigeant.

Cependant, l'ordre local n'est pas indépendant de l'environnement institutionnel englobant. Le principe de l'efficience contrainte de Roberts et Greenwood (1997) montre, en effet, comment les contraintes institutionnelles, qui relèvent du niveau englobant, influencent l'évolution des structures de GE d'une organisation particulière. Mais, la

traduction des règles globales dans la réalité de la firme n'est jamais complète[154]. Le dirigeant dispose donc d'une certaine autonomie pour gérer son environnement structurel immédiat et pour définir sa politique de financement. C'est donc au niveau local, c'est-à-dire celui des structures de GE, que ses actions sont susceptibles d'avoir l'impact le plus fort[155]. Un tel constat n'exclut cependant pas une rétroaction des changements locaux sur le système englobant. Nous rappelons, à ce sujet, que ceci était un des résultats de l'article de Roberts et Greenwood (1997). Ainsi, l'étude de la dynamique des structures de GE fournit également une contribution, bien que modeste, à une meilleure compréhension de l'évolution des systèmes de GE.

1.3. Changement institutionnel et gouvernement de l'entreprise

Bien que nous privilégions le niveau des structures de GE pour notre analyse du lien dynamique entre GE et politique de financement, la compréhension de l'évolution du système englobant nous paraît indispensable, car le cadre institutionnel exerce une influence importante sur le type d'efficience (contrainte) qui sous-tend notre grille de lecture. L'avantage d'une telle approche réside dans sa capacité à tenir compte de l'existence et de la persistance de mécanismes de GE efficients aussi bien qu'inefficients au second degré, donnant lieu à de multiples équilibres locaux, voire nationaux. Par conséquent, la relation entre structures de GE et politique de financement peut difficilement être comprise indépendamment de son contexte institutionnel. C'est pour cette raison que la théorie du changement institutionnel de North est capable de servir de cadre intégrateur, permettant de dépasser une des limites des premiers modèles financiers des théories de l'agence et des coûts de transaction. Cette limite consiste, en effet, à considérer les choix de financement hors contexte, ou, du moins, à rester peu explicite par rapport aux spécificités du contexte supposé. Par ailleurs, les implications théoriques de certains concepts développés par North ne se

[154] Pour donner un exemple, nous pouvons citer les règles de codétermination que prévoit le droit des sociétés allemand pour les grandes entreprises. Une étude de Gerum, Steinmann et Fees (1988) montre en effet que le potentiel d'influence réelle des salariés dans les grandes sociétés allemandes n'est pas aussi fort que les textes légaux le laisseraient penser. Le rôle souvent supposé important de l'Etat dans le système de GE est un exemple français. Ainsi, bien que le poids étatique soit bien réel pour certaines sociétés en France, ceci ne s'applique pas d'une manière équivalente à toutes les entreprises. Par ailleurs, l'influence de l'Etat sur les relations entre les partenaires de la firme n'est pas figée, mais variable dans le temps. Pour une illustration de ce propos, on peut se référer à l'étude clinique de Petit (1998), qui décrit l'impact de la deuxième vague de privatisations en 1993/94 en termes de pressions subies par le PDG du Groupe Suez.

[155] Ceci semble d'autant plus pertinent que nous concentrons notre attention sur la politique de financement de l'entreprise comme levier d'action du dirigeant dans la poursuite de sa stratégie personnelle. En effet, il semble relativement hasardeux de supposer que la politique de financement d'une entreprise particulière ait un impact direct sur le système de GE d'un pays dans son ensemble.

limitent pas au seul niveau du système institutionnel d'un pays, mais sont également pertinentes pour l'étude de phénomènes organisationnels plutôt locaux[156].

Pour ces raisons, il nous semble judicieux de rappeler les éléments essentiels de cette théorie du changement institutionnel (1.3.1.). Dans ce contexte, le concept de schéma mental joue un rôle central. A ce niveau, il convient de distinguer entre schémas mentaux individuels et schémas mentaux partagés (1.3.2.). Il importe, enfin, de montrer en quoi le système de GE d'un pays peut être concerné par le changement institutionnel (1.3.3.).

Avant d'aborder plus concrètement le contenu des travaux de North, nous tenons à souligner, à l'aide d'un exemple, leur intérêt pour la compréhension des liens dynamiques entre GE et politique de financement. Même si le rapport de la présente section avec les questions de la politique de financement n'est pas toujours directement visible, cette réflexion théorique constitue néanmoins le schéma explicatif fondamental. Elle est le point d'ancrage du cadre conceptuel. Si on cherche à situer la politique de financement par rapport à ce champ théorique, elle peut être perçue comme relevant d'un des nombreux micro-processus, englobés par le système institutionnel et, en même temps, capables d'influencer ce dernier. Si, par exemple, un dirigeant a recours à un certain type de financement qui lui permet de modifier son espace discrétionnaire dans le sens d'une réduction de l'efficacité d'un mécanisme de GE pourtant très répandu dans son pays, et si le succès de sa stratégie conduit d'autres dirigeants à l'imiter, il est probable qu'à terme ceci va induire une modification du système de GE. Cette modification est susceptible de prendre plusieurs formes en fonction de l'efficience du choix du dirigeant. Si ce dernier est efficient au troisième degré seulement, le principe d'efficience nous enseigne qu'à terme un nouveau mécanisme de GE, cohérent avec l'efficience au second degré, va être institutionnalisé. Si, au contraire, la stratégie personnelle du dirigeant conduit à un équilibre dominant la situation antérieure, il est probable que l'institution de GE devenue inefficace va disparaître sans remplacement. Ceci constitue un exemple parmi d'autres concernant la manière dont la politique de financement est théoriquement susceptible d'influencer les structures de GE, et, par rétroaction, le système de GE englobant.

[156] Pour une analyse de la pertinence du travail de North pour le champ de la recherche organisationnelle, cf. Hirsch et Lounsbury (1996), p. 882-883, qui soulignent la capacité de North à proposer une explication endogène du changement.

Une analyse plus approfondie des liens entre politique de financement et GE sera proposée dans les sections 3 et 4 du présent chapitre et, enfin, illustrée à l'aide des études de cas dans la deuxième partie. Nous pensons que cette analyse va permettre d'apprécier plus directement la pertinence de la théorie du changement institutionnel pour expliquer le lien entre financement et gouvernance.

1.3.1. Synthèse de la théorie du changement institutionnel de North

Rappelons que North (1990) définit les institutions comme un ensemble de contraintes qui régissent le comportement humain. Ainsi, elles contribuent à la structuration de l'interaction humaine, réduisant l'incertitude qui accompagne la coopération entre acteurs aux intérêts potentiellement divergents. Les institutions sont donc les « règles du jeu »[157]. Ces dernières ne constituent cependant pas un cadre immuable, mais changent dans le temps sous l'influence de certains acteurs, que North qualifie d'entrepreneurs organisationnels. Ces entrepreneurs sont les décideurs des organisations qui évoluent dans un contexte institutionnel spécifique. Ils font leur choix en fonction de leur perception subjective[158] des opportunités. Dans ce contexte, plusieurs facteurs influencent les incitations qui sous-tendent les choix. En effet, pour que le décideur soit favorable à un certain type d'action, il faut que la matrice institutionnelle définisse, de manière externe, des opportunités intéressantes et que celles-ci soient effectivement perçues en tant que telles. L'ensemble des institutions définit, donc, les opportunités en influençant les coûts de différents types de transactions. Mais, ces opportunités « objectives » n'induisent pas un comportement de manière automatique. Au contraire, pour stimuler l'action effective de la part d'un dirigeant, les opportunités doivent d'abord passer le filtre du schéma mental. C'est ce dernier, qui conditionne la perception des opportunités. La théorie que l'acteur détient sur la réalité est le résultat d'un processus d'apprentissage partiellement culturel. Ceci signifie, par ailleurs, que les schémas mentaux, tout comme les institutions qu'ils influencent sont dynamiques. Par conséquent, la modification d'un schéma mental, qui est une théorie sur la réalité, est susceptible de modifier la perception des opportunités. Ces dernières relèvent d'un calcul qui compare les avantages d'un changement institutionnel à ses coûts. Notons que l'existence de différents schémas mentaux individuels implique la possibilité que deux acteurs effectuant ce même calcul

[157] Cf. North (1994), p. 3.
[158] Une telle subjectivité des perceptions suppose la rationalité procédurale des acteurs, à laquelle North (1994, p. 17) fait explicitement référence. Pour une définition de la rationalité procédurale, cf. Simon (1982). Une interprétation claire de la différence entre la rationalité « limitée » chez Williamson et « procédurale » chez Simon se trouve dans Vromen (1995, p. 121).

puissent aboutir à des conclusions divergentes. Par rapport à l'évolution institutionnelle, ces conclusions concernent l'arbitrage suivant. Le dirigeant perçoit-il des opportunités plus intéressantes en agissant à l'intérieur du cadre institutionnel existant ou en modifiant le cadre lui-même, sans que les coûts d'une telle modification anéantissent les gains ? On se situe donc dans un paradigme calculatoire, dans lequel les acteurs sont à la recherche de solutions rationnelles dans un environnement caractérisé par la rareté des ressources, tout en étant limités par leurs capacités cognitives. Dans ce contexte, les schémas mentaux jouent le rôle d'heuristiques pour la recherche de solutions satisfaisantes.

La base du changement institutionnel est donc la perception des entrepreneurs organisationnels selon laquelle la modification des institutions en place leur procure des avantages sans que les coûts du changement dépassent le gain anticipé. Cette perception des opportunités a deux sources possibles, l'une exogène et l'autre endogène. Ainsi, du point de vue du dirigeant, la modification des paramètres environnementaux peut laisser apparaître de nouvelles opportunités sans que sa propre représentation de la réalité soit changée. Mais, même en l'absence de changements environnementaux, de nouvelles opportunités peuvent être perçues suite à une évolution du schéma mental.

Le schéma mental de l'entrepreneur conditionnant la volonté du changement, cette dernière n'est cependant pas obligatoirement accompagnée par une action effective. Celle-ci peut en effet rencontrer deux obstacles. D'un côté, la stratégie modificatrice peut obliger à un investissement préalable, qui nécessite la disponibilité de ressources. De l'autre côté, la volonté du dirigeant peut se heurter à la résistance en provenance des structures institutionnelles préexistantes. Ainsi, North explique que le changement s'opère rarement d'une manière brutale, mais se déroule en règle générale sur un mode graduel. De plus, l'évolution du cadre institutionnel dépend de sa trajectoire historique. North emploie le terme de « dépendance de sentier » (*path dependence*) pour caractériser cette dépendance historique[159]. Elle s'explique en grande partie par les complémentarités des différents éléments à l'intérieur d'un système complexe. S'ajoute à cela que plus un changement est important, bouleversant un grand nombre de pratiques établies, plus le nombre d'acteurs concernés par un tel changement sera élevé. Or, il ne semble pas irréaliste de supposer qu'il existe certains acteurs qui perçoivent le système existant comme étant en leur faveur. Par conséquent, ces personnes ayant un intérêt subjectif en la persistance des institutions en place

vont s'opposer aux modifications proposées par l'entrepreneur organisationnel. Le cadre institutionnel, tout en étant dynamique, est donc caractérisé par un certain degré d'inertie. Il y a comme une force de rappel des changements vers le chemin historique qu'ont suivi les institutions. Les modifications se font à la marge.

Ce phénomène de la dépendance de sentier est capable d'expliquer les évolutions différentes des systèmes institutionnels qui caractérisent différents pays. Il s'agit donc d'un concept intéressant pour l'explication de la dynamique du GE dans différents contextes nationaux, qui correspond à la dimension transversale de notre problématique de recherche. Les travaux de North revêtent cependant un caractère très général. Comme dans le cas de l'étude de Roberts et Greenwood (1997), la politique de financement comme un des micro-processus concernés par le changement institutionnel n'apparaît pas directement. Ce point sera développé en plus de détail dans les sections 3 et 4.

Dans un papier de recherche de 1993, North résume sa contribution à l'explication du changement institutionnel en cinq points. Comme les concepts centraux de sa réflexion théorique possèdent un certain attrait en tant que cadre intégrateur pour une théorie du GE, il nous paraît utile de citer ces cinq points.

- « La clé du changement institutionnel est l'interaction entre les organisations et les institutions dans un contexte compétitif. »
- « La compétition oblige les organisations à investir constamment en compétences et en connaissances afin de survivre. Les types de compétences et de connaissances acquises par les individus et leurs organisations conditionnent les perceptions évolutives des opportunités et, donc, les choix qui vont modifier, d'une manière incrémentale, les institutions. »
- « Le cadre institutionnel fournit les incitations qui dictent les types de compétences et de connaissances perçues comme ayant une rentabilité maximale. »
- « Les perceptions sont dérivées des schémas mentaux des acteurs. »
- « Les économies de champ, les complémentarités et les externalités d'une matrice institutionnelle sont la cause de la nature incrémentale du changement institutionnel, qui dépend de sa propre trajectoire historique (*path dependence*). »

1.3.2. Le rôle des schémas mentaux individuels et partagés

[159] Notons, cependant, que North n'est pas l'inventeur de ce terme, qui a des origines plus anciennes. Il s'agit

La notion de schéma mental est essentielle pour la théorie du changement institutionnel. L'hypothèse comportementale qui sous-tend cette conception consiste à dire que les individus agissent en fonction de leurs représentations subjectives du monde qui les entoure. Denzau et North (1994) discutent les implications d'une telle perspective pour la compréhension de la dynamique institutionnelle. Dans ce contexte, ils distinguent notamment entre les schémas mentaux individuels des acteurs et les schémas mentaux partagés. Ces derniers constituent, en effet des représentations de l'environnement qui sont communes à un groupe d'individus plus large. Les auteurs utilisent également le terme d'idéologie de façon équivalente, s'agissant d'un cadre partagé de schémas mentaux de groupes d'individus. Une telle idéologie comporte toujours deux dimensions, l'une positive (ou modélisante) et l'autre normative. La dimension positive permet de relier un certain nombre d'actions à des résultats, fournissant ainsi une interprétation de la réalité. La dimension normative, quant à elle, comporte des prescriptions concernant la structuration appropriée de l'environnement.

Les schémas mentaux partagés sont influencés par un héritage culturel qui est commun à un groupe d'individus. L'évolution des représentations individuelles dans le temps dépend d'un processus d'apprentissage, dans lequel le schéma partagé joue un rôle important. L'existence de ce dernier accélère, en effet, l'apprentissage individuel et diminue en même temps la divergence entre les schémas de chacun des acteurs d'un contexte culturel commun. L'expérience divergente de certains acteurs au niveau de l'apprentissage individuel peut cependant induire des modifications de leur représentation de la réalité. Il est vraisemblable, que les nouvelles idées ne soient pas intégrées dans l'idéologie commune d'une manière instantanée. Au contraire, certains acteurs, que Denzau et North qualifient de « puristes idéologiques », ont un intérêt fort à résister aux changements de l'idéologie dominante.

Les schémas mentaux partagés sont importants pour comprendre l'évolution institutionnelle, dans la mesure où les institutions sont leur traduction en termes de règles du jeu qui structurent un certain nombre d'interactions entre acteurs. Le concept des contraintes institutionnelles préconscientes utilisé par Roberts et Greenwood (1997) permet d'appréhender l'impact des schémas mentaux partagés sur la structuration des contraintes. En effet, les présupposés idéologiques qui sous-tendent les structures cognitives des acteurs constituent souvent une connaissance tacite. C'est dans ce sens qu'on peut parler de contraintes préconscientes. Elles façonnent un certain nombre de normes de conduite. Compte

d'un concept central de la théorie évolutionniste.

tenu de la dimension normative que comporte un schéma mental partagé, ce concept de l'étude de Denzau et North (1994) paraît donc tout à fait cohérent avec le principe d'efficience contrainte. Par conséquent, l'idéologie dominante dans un pays impose des limites à l'ensemble des choix structurels dont dispose le dirigeant.

Mais, les schémas mentaux partagés ne constituent pas des contraintes normatives immuables. Ils sont, au contraire, également soumis à des changements dans le temps. Notamment, des expériences locales, faites au niveau du système d'action concret des entrepreneurs organisationnels, sont susceptibles de contribuer au changement des schémas partagés. Le phénomène de la rétroaction des choix structurels locaux sur l'environnement institutionnel global influe sur l'institutionnalisation de certaines solutions marginales. C'est notamment le succès relatif, observé *ex post*, des actions fondées sur des idées nouvelles qui est susceptible d'avoir un impact sur l'évolution des structures mentales d'autres acteurs. Ainsi, l'apparition d'un schéma mental individuel divergent n'implique pas une acceptation instantanée au sein de l'idéologie dominante. La démonstration de son utilité *a posteriori* favorise cependant une modification de la perception globale des opportunités dans un monde de ressources rares. La disponibilité de telles ressources - dans le cadre de nos recherches, il s'agit en l'occurrence de ressources financières - donne au dirigeant le moyen de traduire son schéma mental (potentiellement divergent de l'idéologie dominante) en action. Cette action effective semble constituer une interface entre les schémas mentaux individuels et partagé, dans la mesure où son succès peut être observé par les autres acteurs. Un comportement qui n'est pas en harmonie avec l'idéologie dominante est ainsi rendu possible grâce à l'espace discrétionnaire qui fait du dirigeant un acteur stratégique[160]. Prétendre le contraire serait postuler un déterminisme non pas seulement structurel, mais cognitif, qui se trouve en contradiction avec la logique d'acteur, conception indispensable à toute approche s'intéressant à la **politique** de gestion, financière ou autre, formulée par le dirigeant.

Les arguments précédents montrent que les changements des normes de conduite informelles, lourdes de leur héritage socio-culturel, font preuve d'une certaine inertie et évoluent graduellement plutôt que par ruptures brutales. Ceci explique, en grande partie, la dépendance de la trajectoire historique. North, bien qu'il n'exclut pas les révolutions, a en effet tendance à dire que ces révolutions sont généralement moins révolutionnaires que les déclarations de leurs promoteurs le laisseraient penser. La raison qu'il donne est justement la

persistance d'un grand nombre de normes informelles, enracinées dans les habitudes d'une population. La nature souvent tacite de leurs présupposés rend des modifications globales difficiles. Ceci montre que les idées révolutionnaires, qui relèvent des schémas mentaux individuels des protagonistes de la révolution[161], rencontrent une certaine résistance qui s'inspire des schémas mentaux traditionnels.

1.3.3. Cadre institutionnel et système de GE

Dans la mesure où le système de GE d'un pays constitue un ensemble de contraintes pesant sur le comportement du dirigeant, nous pouvons dire qu'il s'agit là d'une des composantes du cadre institutionnel plus large. Ainsi, la théorie du changement institutionnel paraît particulièrement pertinente pour l'explication du cas particulier d'un ensemble national de règles de GE. Un tel ensemble se compose de plusieurs types de mécanismes de contrôle et d'incitation. Pour établir une typologie des mécanismes de GE, Charreaux (1997) croise deux critères de classification, à savoir la spécificité et l'intentionnalité (cf. p. 423-430). Par rapport à cette typologie, le système national de GE, tel que nous le définissons, se compose uniquement des mécanismes non spécifiques. Ils incluent entre autres l'environnement légal et réglementaire, les syndicats nationaux, le marché financier, la culture des affaires, etc. (Charreaux, 1997 a, p. 427).

En effet, la spécificité désigne le niveau d'analyse, c'est-à-dire local ou global. Autrement dit, un mécanisme spécifique s'applique uniquement à une organisation particulière, comme c'est le cas de la composition concrète d'un conseil d'administration[162], alors qu'un mécanisme non spécifique concerne *a priori* l'ensemble des entreprises d'un pays. Ici, on peut notamment penser aux règles légales, comme celles issues du droit des sociétés, qui s'appliquent au comportement de l'ensemble des dirigeants d'entreprises. Cette distinction entre spécifique et non spécifique correspond par ailleurs à la différence que nous faisons entre structures de GE (spécifiques) et système de GE (mécanismes généraux). Nous

[160] L'exemple de la disponibilité de ressources financières que nous venons de citer signale l'existence d'une relation étroite entre politique de financement et latitude managériale.

[161] Pour reprendre une expression de Denzau et North (1994), nous pouvons également parler d'entrepreneurs idéologiques.

[162] Dans notre terminologie, la composition concrète d'un conseil d'administration relève donc des structures de GE et non pas du système de GE. Le droit des sociétés, au contraire, qui fixe un certain nombre d'obligations légales par rapport au conseil, se situe au niveau institutionnel.

rappelons que l'identification du système d'action concret au sens de Friedberg (1993) ne permet pas que l'on se contente d'analyser le seul niveau global.

L'autre critère de classification de Charreaux (1997 a) est celui de l'intentionnalité du mécanisme. Selon ce critère, un mécanisme de GE peut être intentionnel ou spontané. Cette distinction s'inspire de l'analyse que fait Hayek (1973) des ordres spontanés, qui apparaissent grâce à une coordination décentralisée. Le marché du contrôle permet une coordination de ce genre. Par conséquent, la prise de contrôle hostile peut être qualifiée comme un mécanisme de GE spontané. Charreaux (1997) classe également la culture des affaires dans ce qui évolue sur un mode spontané. En considérant cet élément comme une contrainte institutionnelle préconsciente, nous rejoignons le débat sur l'évolution des connaissances tacites que possède l'ensemble des individus d'une population. Nous rappelons à ce sujet que les modifications d'un schéma mental partagé ne sont généralement pas la conséquence directe du dessein d'un seul individu. En ce sens, nous pouvons donc bien parler d'une certaine spontanéité de « l'ordre cognitif » que constitue un schéma mental partagé. Les règles légales, au contraire, qui relèvent de la volonté explicite du législateur sont de ce fait un mécanisme intentionnel.

Dans cette classification, nous retrouvons bien des éléments qui peuvent s'analyser à la lumière de la théorie du changement institutionnel, telle que présentée précédemment. Cette dernière concerne en priorité l'évolution du **système** de GE défini comme non spécifique, dans la mesure où il s'agit du cadre général. Le principe d'efficience contrainte permet cependant d'établir un lien entre le niveau global et les structures de GE s'appliquant à une entreprise particulière.

Vouloir appliquer la théorie du changement institutionnel à l'évolution d'un système de GE nous oblige à donner une définition plus précise du concept central de schéma mental par rapport au GE. Il s'agit en quelque sorte de donner un contenu plus identifiable à cette notion très abstraite. Nous rappelons à cet effet la définition que nous avons proposée au début de la première partie. Selon celle-ci, un schéma mental est *une représentation du statut des différents partenaires de la firme dans le processus de création de valeur, ainsi que de la rémunération appropriée de leur contribution*. Ici, nous retrouvons bien les deux dimensions qui constituent typiquement une idéologie. Ainsi, la dimension positive (modélisante)

concerne une explication du processus de création de valeur[163] au vu de la participation de différents types de *stakeholders*, alors que la dimension normative se prononce sur les intérêts des partenaires de la firme qui paraissent légitimes en fonction de leur contribution. Pour donner un exemple concret de l'intérêt d'une étude du GE à la lumière des schémas mentaux, nous pouvons citer l'analyse que fait Charreaux (1997) du conseil d'administration, qui constitue une structure de GE particulière.

> « [...] les représentations des rôles du conseil d'administration apparaissent très différentes selon les différents contextes nationaux. Il semble en particulier que son positionnement comme défenseur des intérêts des actionnaires soit directement associé à l'idéologie des dirigeants américains, qui ne semble pas partagée par les dirigeants français, au vu du rapport Viénot [1995, p. 9], selon lequel l'action des administrateurs doit être inspirée par le seul souci de la société concernée, c'est-à-dire l'intérêt social. » (p. 490).

Section 2 : Le dirigeant comme entrepreneur organisationnel

Nous avons montré au premier chapitre que la théorie de l'enracinement opère un changement de la grille de lecture, permettant le passage d'une vision selon laquelle le dirigeant a un rôle passif, mettant en œuvre un certain nombre de choix de financement déterminés par les structures d'incitation et de contrôle, vers une perspective dans laquelle on s'intéresse aux motivations d'un acteur capable de poursuivre une stratégie personnelle. Ainsi apparaît la dimension proprement politique des relations entre différentes catégories de partenaires de la firme aux intérêts conflictuels. A partir du moment où on s'intéresse aux processus décisionnels, dans lesquels certains individus jouent un rôle actif, la connaissance des motivations de ces acteurs devient un enjeu théorique majeur pour une explication endogène du changement institutionnel. La théorie du changement institutionnel se place dans cette perspective en s'interrogeant par rapport à la structure cognitive des acteurs qualifiés d'entrepreneurs organisationnels. En effet, ce sont des individus concrets, et non pas un agent économique moyen, qui agissent sur les règles du jeu induisant leur modification. L'optique du changement, qui implique une rupture avec l'existant, oblige à adopter une approche plaçant le potentiel d'innovation de certains acteurs au centre.

[163] Nous rappelons que cette explication peut être correcte ou incorrecte par rapport à la réalité objective. Il s'agit en effet d'une explication subjective, partiellement conditionnée par l'héritage socio-culturel. Ainsi, la pertinence de ce concept pour les besoins du cadre conceptuel que nous présentons ne repose pas sur la validité scientifique des schémas mentaux concrets, mais sur le postulat que les actions humaines sont motivées par les perceptions dérivées de ces schémas.

Rappelons aussi que les acteurs ne sont pas forcément conscients de tous les présupposés qui fondent leur explication de la réalité. Ces présupposés sont souvent implicites et relèvent ainsi d'une connaissance tacite.

L'importance de l'entrepreneur dans un processus de changement impliquant de l'innovation a notamment été soulignée par Schumpeter (1939). Dans ce contexte, l'entrepreneur possède la capacité de tester des actions, qui n'ont pas été tentées auparavant. Ils s'agit donc de transgresser les limites imposées par la routine. L'évolution est ainsi marquée par un bouleversement des structures existantes. C'est donc seulement dans la mesure où les acteurs sont capables d'innover qu'un arbitrage entre structures existantes et modifications structurelles devient possible. Un dirigeant cherchant à accroître son utilité personnelle en assouplissant les contraintes qui lui sont fixées par les structures de GE peut ainsi être incité à essayer d'introduire un nouveau mécanisme de contrôle lui permettant d'élargir son champ d'action. Bien entendu, ceci est possible seulement dans les limites de son espace discrétionnaire. Cela implique cependant que la capacité d'imaginer de nouvelles solutions n'est pas suffisante pour opérer un changement institutionnel. Encore faut-il, qu'un acteur tente de mettre effectivement en œuvre de telles innovations. Par conséquent, deux choses sont caractéristiques de l'entrepreneur, à savoir un comportement tourné vers l'action innovante et la disponibilité d'un certain nombre de leviers d'action lui permettant la réalisation effective de son projet. La notion d'entrepreneur désigne donc un individu actif qui dispose de la latitude pour imposer un changement effectif. Dans le cadre d'un système de GE, un tel changement peut consister à rendre populaire un certain mécanisme de contrôle, jusque-là peu appliqué, voire complètement inconnu.

Les leviers d'action sont partiellement fournis aux entrepreneurs par leur environnement structurel direct. Ceci peut expliquer le fait que, dans le cadre théorique fourni par North, les agents du changement institutionnel ne sont pas des individus isolés, mais des décideurs à la tête de différents types d'organisations. Nous rappelons à ce sujet qu'au centre du changement institutionnel, tel que conçu par North, se trouve l'interaction entre les organisations et le cadre réglementaire. Les organisations ne sont cependant pas des êtres indépendants de leurs décideurs. Ainsi, nous restons attachés à l'individualisme méthodologique. Mettre l'accent sur le support organisationnel reflète cependant la reconnaissance du fait qu'un individu isolé peut difficilement jouer un rôle entrepreneurial, faute de ressources. Ainsi, et sur ce point nous rejoignons la problématique de a politique de financement, l'organisation confère au dirigeant un certain nombre de ressources, dont potentiellement des fonds financiers, pour la réalisation de ces projets innovants.

La volonté d'une modification du cadre institutionnel provient de la perception des opportunités par les entrepreneurs organisationnels d'en tirer profit. Cette perception dépend de leurs schémas mentaux individuels. L'arbitrage entre les gains et les coûts d'une action sur les règles du jeux comparée à une action à l'intérieur du cadre traditionnel est rendu possible par la disponibilité, au niveau des structures cognitives, d'une suggestion de modifications et par la représentation de leurs effets. Par conséquent, la perception d'une nouvelle opportunité peut avoir plusieurs origines. Soit une routine[164] institutionnelle totalement nouvelle et potentiellement rentable fait son apparition suite à l'imagination d'un acteur, soit une solution déjà connue devient intéressante à cause d'un changement de la représentation des liens de cause à effet. Prenons l'exemple des prises de contrôle hostiles, traditionnellement peu pratiquées en Allemagne. Le cas Krupp-Thyssen, sur lequel nous allons revenir avec plus de détail dans la deuxième partie, montre qu'un facteur de résistance contre ce type de mécanisme est la conviction d'une grande partie des *stakeholders* qu'une OPA hostile ne permet pas d'augmenter la valeur globale de la firme. Les dirigeants, au moment de tenter la prise de contrôle, sont au contraire convaincus qu'il s'agit du meilleur moyen pour parvenir à un gain d'efficience. Notons à ce sujet que l'OPA hostile n'est pas quelque chose d'ignoré en Allemagne, car les exemples d'autres pays sont bien connus. Dans ce cas, nous constatons donc qu'une différence de la représentation des liens de cause à effet par rapport à la création de valeur, plutôt qu'une invention originale, incite les dirigeants de Krupp à recourir à un mécanisme de GE peu répandu. Par la suite, l'illustration du succès d'une telle opération est susceptible d'accroître son acceptation, ce qui constitue une boucle de rétroaction potentielle pour son institutionnalisation.

Le système de GE constitue une partie de l'environnement institutionnel plus large. Il s'agit en effet des règles du jeux qui régissent la conduite des dirigeants d'entreprises. Ces derniers sont donc directement concernés par l'évolution des institutions de GE et peuvent éventuellement en tirer profit. En effet, bien que le système de GE constitue un ensemble de règles globales, ces dernières ne sont pas sans rapport avec la situation locale du dirigeant. Ainsi, selon le principe d'efficience contrainte, les structures de GE sont conditionnées par le système de GE. En tant qu'acteur stratégique et dans les limites de son espace discrétionnaire, le dirigeant peut chercher à s'affranchir de certaines contraintes en provenance des structures de GE. Sa volonté de faire ainsi dépend du schéma mental qui façonne sa perception des relations entre partenaires de la firme ainsi que du profit qu'il peut en tirer.

[164] Au sens de Nelson et Winter (1982).

Prenons par exemple le cas des grandes entreprises nationalisées en France dans les années 1980. A cette époque, l'Etat joue un rôle important dans leurs structures de GE, notamment à travers le conseil d'administration. Or, certains dirigeants perçoivent des opportunités importantes en se séparant de l'Etat. Tel est par exemple le cas d'Usinor. Son PDG, Francis Mer, milite en effet activement auprès des pouvoirs publics pour la privatisation en 1995. Ceci lui est cependant seulement possible après la reconstitution d'une assise financière suffisamment solide grâce au rétablissement de la capacité d'autofinancement. Sur ce point, nous rejoignons la question plus générale des leviers d'action.

Comme il occupe une position privilégiée au centre du nœud de contrats[165], le dirigeant dispose en effet d'un certain nombre de leviers d'action pour la mise en œuvre de sa stratégie qui consiste à influer activement sur la latitude managériale. Dans ce contexte, la politique de financement est potentiellement un levier d'action puissant, comme nous l'enseigne la théorie de l'enracinement. Un dirigeant d'entreprise qui perçoit l'opportunité d'un changement des structures de GE remplit donc les deux conditions nécessaires pour qu'on puisse parler d'un entrepreneur. C'est-à-dire que sa volonté de mettre en œuvre un changement des structures de GE s'accompagne par des leviers permettant une implémentation effective. Par conséquent, le dirigeant de la firme est potentiellement un entrepreneur organisationnel, capable d'agir sur les structures de GE et, plus indirectement, sur certains aspects du système de GE[166].

Nous sommes conscients que le dirigeant de la grande entreprise n'est certainement pas le seul entrepreneur intervenant dans le processus d'évolution du GE d'un pays. D'autres organisations que les entreprises industrielles, comme les syndicats ou certains organismes publics, possèdent des pôles d'influence pour agir sur les mécanismes de GE, notamment à travers le processus législatif. Ainsi, les décideurs à la tête de ces organisations peuvent également jouer le rôle d'entrepreneur contribuant au changement d'un système de GE. Pour prendre un exemple concernant directement le financement des entreprises, nous pouvons citer l'important développement du marché financier en France dans les années 1980, qui est en grande partie attribuable à la volonté politique des pouvoirs publics. Ce développement, tout en ouvrant de nouvelles possibilités de financement aux entreprises françaises,

[165] Cf. Hill et Jones (1992).
[166] Nous rappelons que Roberts et Greenwood (1997) supposent l'existence d'un phénomène de rétroaction de l'adoption des structures locales sur le système institutionnel englobant.

s'accompagne en même temps de nouvelles institutions de GE, visant la protection des nouveaux investisseurs. Le renforcement des pouvoirs de la COB[167] (Commission des opérations de Bourse) en témoigne. Il semble par ailleurs raisonnable de supposer qu'en France l'essor du débat sur le GE, mené par des organisations aussi variées que les organismes patronaux[168] et les associations de défense des actionnaires minoritaires, est entre autres lié à l'importance grandissante du marché des capitaux. Au vu de la diversité des entrepreneurs organisationnels potentiels, une théorie complète de la dynamique du GE ne saurait se passer d'une analyse approfondie du processus politique menant à l'élaboration des règles légales concernant l'espace discrétionnaire des dirigeants. Un tel travail ne constitue cependant pas l'objectif de cette thèse. Nos ambitions sont plus modestes. Ainsi, la dynamique de différents systèmes de GE nationaux est traitée uniquement dans la mesure où elle contribue à l'explication de la politique de financement de la firme.

Par conséquent, notre analyse privilégie le rôle du dirigeant comme entrepreneur organisationnel et se focalise sur un seul des leviers d'action potentiels, à savoir la politique de financement. Ainsi, loin de constituer une explication de l'évolution du GE dans différents pays, le présent travail de recherche s'interroge sur le lien dynamique entre structures de GE et politique de financement. Bien que son objectif se situe précisément à ce niveau, notre thèse est cependant susceptible de s'intégrer dans une étude plus globale des systèmes de GE, à laquelle elle apporte une contribution partielle. La nature dynamique des relations étudiées justifie le poids que nous donnons au concept d'entrepreneur. La capacité d'imaginer et de mettre en place des modifications des structures de GE, qui dépassent le répertoire traditionnel, fait du dirigeant un entrepreneur organisationnel au sens de North. Cette notion permet, en effet, de résumer l'idée, selon laquelle le dirigeant joue un rôle actif et possède un certain degré d'autonomie par rapport aux structures de GE.

Section 3 : GE, politique de financement et création et répartition de rentes

Les structures de GE qui s'appliquent à la firme à un instant donné contraignent les possibilités d'action du dirigeant, entre autres par rapport aux choix de financement. Ces derniers consistent à fournir une réponse à la question suivante : auprès de quels types

[167] Albert (1991, p. 270-271) le formule dans les termes suivants : « [...] l'extraordinaire mouvement de déréglementation financière engagé en 1984 avec le décloisonnement des marchés interbancaire, boursier et hypothécaire, la suppression du monopole des agents de change, le renforcement de la COB [...], qui a acquis, toute proportion gardée, une autorité qui rappelle celle du Conseil constitutionnel ».
[168] Le rapport Viénot en constitue un bon exemple.

d'investisseurs, l'entreprise va-t-elle financer ses activités ? Mais, nous avons vu qu'en effectuant ses choix – qu'ils soient financiers ou autres – le dirigeant possède une certaine marge de liberté. De ce fait, la politique de financement est un levier d'action potentiel pour la mise en œuvre d'une stratégie qui vise un changement des structures de GE. En effet, le choix d'un certain type de financement est susceptible de coïncider avec la mise en place d'un nouveau mécanisme de GE, si le financement est assorti d'un mécanisme de contrôle[169]. Dans ce processus dynamique qui lie GE et politique de financement, les schémas mentaux des dirigeants jouent un rôle important. Ils conditionnent, en effet, la perception des opportunités.

Jusqu'à présent, nous avons peu exploré la nature de ces opportunités. La présente section est consacrée à cette question, dans la mesure où elle s'intéresse aux motivations économiques du dirigeant dans un contexte de ressources rares. C'est en effet la rareté des ressources, qui justifie le principe d'efficience, et donc le paradigme calculatoire. En ce sens, les possibilités de création et d'appropriation de rentes constituent une incitation forte pour l'adoption d'un choix structurel. Par conséquent, il est possible de concevoir la problématique du GE en fonction d'une logique de rentes. Cette dernière possède par ailleurs l'avantage de mettre l'accent sur les relations financières. En effet, si les mécanismes de GE sont l'ensemble des mécanismes qui visent la sauvegarde des intérêts des investisseurs, assurant à ces derniers une rentabilité suffisante, il apparaît clairement qu'une analyse centrée sur la répartition de la richesse créée entre les divers apporteurs de ressources est tout à fait pertinente. Dans ce contexte, la politique de financement permet au dirigeant d'influer de manière active sur les relations entre partenaires de la firme et, ainsi, sur les conditions de création et de répartition de richesse. Il s'agit donc de déterminer les types d'investisseurs, auprès desquels l'entreprise se procure les ressources nécessaires pour sa stratégie de création de valeur. En faisant cela, la question concernant les exigences de différentes catégories de *stakeholders* est d'une grande importance pour la disponibilité des ressources financières, ainsi que pour la liberté d'action du dirigeant. C'est précisément au niveau des exigences des différents types d'investisseurs que nous rejoignons l'analyse en termes de schéma mental. Un tel schéma façonne, en effet, la perception du dirigeant des opportunités de création et d'appropriation de rentes.

[169] Nous pensons par exemple aux clauses contractuelles des contrats de dettes ou à la possible exigence d'une représentation des créanciers au sein d'un organe de contrôle, comme le conseil d'administration.

La logique de création et de répartition de rentes, en s'intégrant dans le cadre de l'évolution institutionnelle, constitue le cœur du cadre conceptuel reliant GE et politique de financement. Son importance centrale justifie une présentation détaillée de ses implications théoriques. Pour cette raison, nous allons d'abord synthétiser l'explication de la relation entre espace discrétionnaire du dirigeant et création et répartition de rentes (3.1.). L'existence même d'une certaine autonomie du dirigeant par rapport au contexte structurel apparaît ainsi comme une source potentielle de création de valeur. Par conséquent, la transgression de certaines limites institutionnelles, élargissant la latitude managériale, influence les possibilités de la création de rentes managériales. Pour que le dirigeant d'une firme agisse dans ce sens, encore faut-il qu'il en perçoive l'intérêt. Ceci renvoie au concept de schéma mental (3.2.). La mise en œuvre effective d'une stratégie de création et d'appropriation de rentes dépend potentiellement de la politique de financement (3.3.). Cette dernière est restreinte par les structures de GE et permet en même temps de faire évoluer celles-ci. Notons enfin la possible apparition de coûts d'influence, qui sont source d'inefficience (3.4.). 3.5. résume le cadre conceptuel.

3.1. Espace discrétionnaire du dirigeant et création et répartition de rentes

Le thème de la création et de la répartition de rentes est analysé par Castanias et Helfat (1991), qui focalisent leur étude sur la notion de « rentes managériales ». Ce modèle a plusieurs implications en termes d'incitations et de contrôle du dirigeant, le rendant particulièrement pertinent pour les questions de GE. En effet, dans ce cadre théorique, la firme est représentée comme un lieu de création de richesse, obtenue grâce au concours de divers types d'investisseurs[170] contribuant à l'apport de ressources. L'originalité du travail de Castanias et Helfat consiste en un renversement de perspective par rapport aux modèles d'agence traditionnels, dans lesquels une réduction maximale de la latitude managériale permet un alignement des intérêts du dirigeant avec ceux des actionnaires, conduisant à une amélioration de la performance. Le modèle des rentes managériales, au contraire, explique qu'une certaine marge discrétionnaire est susceptible d'avoir un impact positif en termes d'efficience. Ceci s'explique par le fait que les aptitudes d'un bon dirigeant sont une ressource rare et contribuent ainsi potentiellement à la création de rentes. Une telle approche est cohérente avec le point de vue selon lequel le dirigeant est un acteur à part entière, capable de formuler une stratégie de manière partiellement autonome. Il s'agit justement là d'une des

[170] Nous rappelons à ce sujet que le terme investisseur doit être entendu au sens large.

fonctions du dirigeant. C'est peut-être le terme *entrepreneur*, qui capte le mieux cette idée d'une stratégie active à la poursuite d'un profit supplémentaire.

Parmi les activités d'un dirigeant qui sont susceptibles de contribuer à la création de rentes se trouvent la combinaison de différents types de ressources, dont des ressources financières, et une action sur les structures organisationnelles[171]. *A fortiori*, il semble qu'une manipulation active des structures de GE n'est pas neutre en termes de rentes managériales. Ceci est cohérent avec l'analyse que fait North de l'influence des institutions sur les coûts de transaction. En effet, ces coûts sont une variable dépendante[172]. Par conséquent, la manipulation des règles qui contraignent le comportement des acteurs conditionne les coûts de transaction. Dans la mesure où ces derniers sont réduits, il y a création de valeur. Le raisonnement de North, qui s'applique en premier lieu au niveau du système de GE, peut également être transposé au niveau local. Ainsi, en cohérence avec l'approche de Williamson (1985), l'adoption d'une nouvelle structure de GE est susceptible de permettre des gains d'efficience. La capacité d'un dirigeant à imaginer de tels changements fait de lui un entrepreneur organisationnel guidé par la recherche de possibilités de création de rentes. Par un effet de rétroaction, une telle modification des structures de GE peut avoir une influence sur le système de GE englobant. De cette manière, elle contribue à l'évolution institutionnelle. Nous retrouvons donc les deux niveaux d'analyse du GE. Rappelons à ce sujet que, dans l'analyse de North, c'est l'interaction des organisations avec les institutions qui fait évoluer les règles du jeu. Dans cette approche, l'entrepreneur est le dirigeant d'une organisation. En tant que tel, il agit d'abord au niveau local, et ce n'est que l'interaction de ce dernier avec l'environnement plus large, qui fait évoluer le système. Ainsi, bien que North mette l'accent sur le système institutionnel, notre démarche qui analyse plutôt les structures locales peut parfaitement s'intégrer dans l'approche institutionnaliste. Dans ce contexte, quel que soit le niveau d'analyse, les arguments précédents impliquent qu'une modification des mécanismes de GE influe sur le degré d'efficience. En ce qui concerne le cas d'une entreprise particulière, la manipulation active des structures de GE conditionne la rente organisationnelle.

La rente d'un facteur de production constitue une rémunération de ce dernier au dessus de son coût d'opportunité. Pour une entreprise, ces rentes sont au cœur de la création de valeur (Charreaux et Desbrières, 1998). En considérant par exemple la rente gagnée par les

[171] Cf. Castanias et Helfat (1991, p. 157). On pourrait prolonger cette liste des leviers du dirigeant pour la création de rentes. Nous en retenons ici seulement ceux qui sont directement pertinents pour notre problématique de recherche, qui tente à montrer les liens entre GE et politique de financement.

actionnaires, elle conduit à des bénéfices « anormalement élevés » par rapport au coût des fonds propres. Un profit supérieur au coût d'opportunité peut avoir deux causes majeures. Au centre de la création de rentes se trouvent notamment la rareté et la spécificité des ressources (Castanias et Helfat, 1991, p. 161). En effet, une ressource supérieure en termes de qualité, qui n'est pas disponible à grande échelle, conduit à un résultat élevé. Comme cette ressource est rare, et s'il n'existe pas d'autres ressources permettant d'atteindre le même degré de performance, la firme qui l'emploie possède un avantage compétitif durable. Si ce facteur de production est susceptible de trouver une application dans différents contextes et si la seule cause de la rente qu'il génère est sa rareté, on parle d'une rente Ricardienne. Cette dernière ne dépend donc pas du contexte d'utilisation spécifique, mais est directement attachée à la ressource elle-même. Un dirigeant aux capacités managériales supérieures possède le potentiel de créer des rentes Ricardiennes, dans la mesure où ses compétences sont applicables dans différentes entreprises. Les quasi-rentes, au contraire, sont spécifiques au contexte d'utilisation concret d'une ressource. Il s'agit, en effet, de la différence entre les gains générés par l'application actuelle et ceux provenant potentiellement d'un emploi alternatif. Par conséquent, les quasi-rentes dépendent à la fois de la ressource et de son utilisation. Ce raisonnement correspond au concept d'investissement spécifique, qui, comme l'explique Williamson, perd une partie de sa valeur s'il est appliqué dans une utilisation autre que celle, à laquelle il était destiné initialement.

Tous les dirigeants ne sont pas capables de créer des rentes. Leur capacité de faire ainsi dépend des aptitudes managériales, qui sont soit innées soit acquises au cours d'un processus d'apprentissage. De telles aptitudes peuvent être génériques, c'est-à-dire potentiellement applicables à tout type d'entreprise, ou spécifiques. Elles sont susceptibles de permettre la création de rentes, dans la mesure où elles sont difficiles à copier par d'autres parce qu'elles sont uniques, tacites et/ou spécifiques. L'aptitude d'un dirigeant à créer des rentes n'implique cependant pas automatiquement la poursuite effective d'une stratégie qui viserait la génération d'un surplus de valeur. Tout dépend, en effet, des incitations dont il dispose. Dans ce contexte, les possibilités d'une appropriation, au moins partielle, des rentes managériales constituent une motivation à appliquer les compétences supérieures. Nous voyons, donc, que création et répartition de richesse sont étroitement liées. La firme apparaît ainsi comme un lieu où différents types d'investisseurs apportent des ressources, qui sont susceptibles de contribuer à la création de valeur en fonction de leurs caractéristiques propres

[172] Cf. Hirsch et Lounsbury (1996), p. 879.

et de la répartition anticipée des rentes. Dans ce contexte, l'apport des ressources financières nécessaires au financement d'une stratégie de création de valeur dépend également d'une rémunération appropriée du service qui consiste en la mise à disposition des fonds. Ainsi, avant de contribuer au financement de la firme, les investisseurs cherchent à s'assurer que le dirigeant ne peut s'approprier que la part de richesse excédant la rémunération qu'ils exigent. Une telle protection des intérêts des apporteurs de fonds peut être atteinte par l'existence de mécanismes disciplinaires entraînant le remplacement du dirigeant[173] en cas d'un comportement déviant. Comme ceci entraînerait la perte des rentes générées par le manager, les investisseurs ont cependant seulement intérêt à procéder à son remplacement si le gain qu'ils en attendent est supérieur à la perte de la rente.

Comme l'espace discrétionnaire du dirigeant est dynamique, les sauvegardes demandées par les investisseurs au moment du versement des fonds peuvent cependant perdre de leur efficacité au cours du temps[174]. Il existe donc un risque d'opportunisme *ex post*, si les apporteurs de fonds sont « prisonniers » de la relation. Il convient cependant de noter que l'opportunisme ne se situe pas forcément du côté du dirigeant. Ce dernier peut également être exproprié des rentes qu'il crée par les autres partenaires de la firme. S'il gagne des quasi-rentes élevées, il est en effet très vulnérable à une telle expropriation, car il se trouve dans une situation de *hold-up* (prise en otage).

L'incitation et les possibilités du dirigeant à poursuivre une stratégie créatrice de rentes dépendent donc essentiellement de ses relations avec les différents investisseurs. Ces dernières évoluent au cours du temps. Si les structures de GE en place lui permettent l'appropriation des rentes managériales qu'il crée, il est vraisemblable que le dirigeant mettra en œuvre ses capacités supérieures au service d'une telle stratégie. Comme les structures de GE ne sont pas figées, l'exploitation de la marge discrétionnaire peut, par ailleurs, permettre un ajustement actif des possibilités d'appropriation de rentes. En ce sens, l'enracinement permet au dirigeant une protection contre une expropriation des rentes. Par conséquent, l'existence et la gestion d'un certain espace discrétionnaire sont susceptibles de contribuer à l'efficience. C'est en ce sens qu'il est possible de parler d'un espace discrétionnaire « optimal ». Rappelons cependant qu'au mieux, il s'agit d'un optimum au second degré qui n'est jamais statique. L'autonomie relative de l'acteur par rapport aux mécanismes qui

[173] Castanias et Helfat (1991) évoquent le mécanisme de la prise de contrôle hostile qui est susceptible de jouer dans le cas où le dirigeant serait incapable d'offrir aux actionnaires une rentabilité satisfaisante.

contraignent son comportement est ainsi un élément important des conditions de création de rentes. Dans notre grille explicative qui se fonde sur le principe d'efficience contrainte, une stratégie active de la part du dirigeant visant la modification des structures de GE en place est donc motivée par des opportunités de création et d'appropriation de rentes. En effet, une manipulation des structures de GE comporte le potentiel d'une réduction des coûts de transaction et/ou d'un changement des conditions de répartition de la richesse. Le premier effet concerne directement la création et le deuxième la répartition des rentes.

3.2. Schéma mental du dirigeant et opportunités de création et d'appropriation de rentes

Le dirigeant est incité à créer des rentes managériales par les possibilités d'appropriation, seulement dans la mesure où il perçoit l'opportunité de mettre en œuvre une telle stratégie. Les capacités supérieures d'un dirigeant potentiellement créateur de rentes dépendent en partie des processus d'apprentissage[175], qui façonnent également son schéma mental. Nous avons déjà vu qu'une des origines de la création d'un supplément de valeur consiste en la combinaison plus ou moins réussie de différentes ressources. Si on regarde la dimension modélisante d'un schéma mental, qui consiste en une représentation du statut des différentes parties prenantes dans le processus de création de valeur, la pertinence de ce concept en termes de création de rentes apparaît clairement. S'agissant d'une théorie subjective concernant les causes de la création de valeur, le schéma mental individuel du dirigeant conditionne, en effet, la perception des opportunités de création de rentes en fonction du poids relatif des différents types d'investisseurs. Ainsi, la recherche d'un large consensus entre de multiples groupes de partenaires de la firme est susceptible d'avoir ses origines dans un schéma mental, selon lequel l'ensemble des *stakeholders* actuels est le garant d'un haut niveau de performance. Ceci relève d'une représentation de la création de valeur, dans laquelle chaque partie prenante est créatrice de quasi-rentes. Le consensus est ainsi un moyen de parvenir à l'équilibre de la coalition, permettant de l'inscrire dans la durée. Cependant, le schéma mental ne représente pas seulement les capacités originales des partenaires à créer des rentes, mais apprécie également leur disposition à le faire en fonction

[174] Ceci peut être le résultat d'une stratégie d'enracinement.
[175] Castanias et Helfat (1991) établissent explicitement un lien entre les aptitudes managériales et les processus d'apprentissage (cf. p. 160).

de leur rétribution anticipée. Ainsi, même si un dirigeant est convaincu que l'ensemble des *stakeholders* contribue à la création de valeur, il n'en déduit pas forcément qu'il faut les rémunérer à hauteur des quasi-rentes qu'ils créent pour solliciter leur contribution. Dans ce cas, le schéma mental doit identifier les seuils et les modes de répartition de rentes pour chaque partenaire de la firme. Une représentation moniste privilégiant les seuls actionnaires considère par conséquent ces derniers comme une ressource critique. Pour solliciter leur contribution, le dirigeant prendra un certain nombre de dispositions afin de leur communiquer (de manière crédible) sa volonté à assurer une part élevée de la rente aux actionnaires.

La notion de schéma mental est très large et s'applique à plusieurs niveaux. Ainsi, il est possible de distinguer les schémas individuels et partagés. Les schémas partagés peuvent à leur tour concerner différents niveaux d'agrégation, comme par exemple un pays, une industrie etc.. Jusqu'à présent, nous nous sommes intéressés au schéma mental du dirigeant. Plaçons-nous, un instant, du côté des investisseurs, qui ont leurs propres construits cognitifs. Nous rappelons que le schéma mental comporte une dimension normative qui détermine la rémunération jugée appropriée des différentes catégories de *stakeholders* pour la mise à disposition de leurs ressources. Ainsi, les normes des investisseurs en termes de rémunération de leur financement ont un impact important sur la répartition de la rente de la firme. Ce sont, entre autres, ces éléments normatifs, qui déterminent en effet les seuils constituant une incitation à contribuer au financement. Et c'est sur ce point que nous rejoignons le schéma mental du dirigeant. En effet, la perception qu'a le dirigeant des exigences des différents types d'investisseurs visant une certaine part de la rente organisationnelle influe sur son appréciation des opportunités de création et d'appropriation de rentes. Au niveau des structures de GE, la garantie d'une rentabilité considérée satisfaisante[176] constitue une incitation des investisseurs à mettre des fonds à la disposition de la firme. Par conséquent, la manipulation des structures de GE est susceptible de faciliter l'accès à certains types de ressources, dont le dirigeant pense qu'elles alimentent potentiellement une stratégie de création de rentes. En particulier, certaines structures de contrôle sont perçues comme un moyen d'influencer activement la création et la répartition de la valeur. On peut notamment penser au conseil d'administration. Le militantisme de certains fonds de pension anglo-saxons concernant les principes d'une « bonne gouvernance » reflète, en effet, leur conviction qu'un lien de causalité existe entre la structure du conseil d'administration et la création de valeur.

Certains investisseurs potentiels vont exiger une représentation au conseil[177], étant convaincus de pouvoir, par ce biais, influer activement sur la création de la rente et sur son appropriation. Par conséquent, le dirigeant, lorsqu'il formule sa politique de financement, doit arbitrer entre les demandes des investisseurs potentiels et sa perception de l'importance de son espace discrétionnaire pour la performance de l'entreprise.

Ainsi, la perception des opportunités, qui, dans la théorie du changement institutionnel, est le fondement de l'explication endogène de l'évolution des contraintes, peut se concevoir comme une représentation des possibilités de création et d'appropriation de rentes. Ceci donne un contenu plus concret à la notion d'opportunité. Cependant, pour avoir un impact sur le GE, il est nécessaire qu'un schéma mental intègre également des aspects techniques concernant le fonctionnement de différentes sortes de structures d'incitation et de contrôle. Pour prendre un exemple, examinons le cas d'un schéma mental moniste, dans lequel l'actionnaire occupe une place prépondérante. Dans ce contexte se pose un certain nombre de questions concernant les moyens pour assurer les intérêts des actionnaires. Croire par exemple en l'efficacité de l'attribution de *stock-options* au dirigeant comme un moyen d'incitation à la création de valeur (actionnariale), concerne les aspects techniques d'un schéma mental. Il est donc important de se représenter ce dernier comme une carte relativement complexe, intégrant un grand nombre d'éléments. Par conséquent, la définition que nous donnons plus haut résume uniquement le cœur théorique d'un schéma mental concret plus large. Volontairement simplificatrice, elle permet d'insister sur l'importance de la recherche d'un profit positif par les différents partenaires de la firme pour l'explication de l'évolution du GE en relation avec la politique de financement. Par conséquent, elle a une valeur qui est d'abord heuristique. Il ne faut cependant pas oublier qu'un schéma mental réel intègre vraisemblablement des relations parfois relativement détaillées dans l'explication du lien entre l'activité des *stakeholders* et la création de valeur. Il s'agit donc de la partie technique de la représentation subjective des liens de cause à effet. Ceci concerne notamment le fonctionnement des mécanismes de GE censés garantir les intérêts de certains investisseurs. Pour illustrer notre propos, nous pouvons citer le cas de l'OPA hostile, qui, dans un contexte anglo-saxon, est traditionnellement associée avec un alignement de la gestion de la firme avec

[176] La dimension normative concerne en effet la détermination du point de référence (*benchmark*) pour savoir ce qui constitue une rémunération appropriée. Comme la rente, par définition, excède le coût d'opportunité, comment l'allouer ?

[177] La représentation peut être directe ou indirecte. Dans ce dernier cas, bien que n'étant pas administrateur personnellement, un investisseur peut par exemple considérer que ses intérêts se reflètent bien dans une certaine composition du conseil d'administration. Le débat concernant les administrateurs externes va dans ce sens.

les intérêts des actionnaires. Ces derniers jouent un rôle central dans un schéma mental moniste[178], qui met sur un pied d'égalité la maximisation de la valeur actionnariale et la maximisation de la valeur tout court. Selon une telle représentation des choses, le bon fonctionnement du mécanisme des prises de contrôle hostiles est « créateur de valeur », dans le sens où il minimise les coûts d'agence.

Pour résumer, nous pouvons dire que la volonté d'une stratégie qui vise la modification des structures de GE est vraisemblablement fondée sur la perception de l'opportunité de création et d'appropriation de rentes par le dirigeant. Un schéma mental, selon lequel un mécanisme de GE traditionnellement étranger à un environnement institutionnel donné favorise la création d'un surplus de valeur et son appropriation partielle par le dirigeant, incite ce dernier à jouer le rôle de l'entrepreneur organisationnel au sens de North. Rappelons cependant que, par rapport aux deux niveaux d'analyse du GE, l'influence du dirigeant apparaît *a priori* plus directe au niveau local qu'au niveau institutionnel. Sa stratégie vise ainsi en premier lieu les structures de GE locales ou l'application ponctuelle d'un mécanisme particulier, tel que la prise de contrôle hostile par exemple. Ce n'est que par le processus de rétroaction, qu'à terme les choix d'un dirigeant sont peut-être institutionnalisés. Ceci dépend notamment de leur efficience, qui détermine la chance de survie des routines dans le processus de sélection.

3.3. La mise en œuvre d'une stratégie portant sur les structures de GE

Nous venons de présenter un certain nombre de facteurs de motivation du dirigeant à agir sur les structures de GE, et plus indirectement sur le système de GE, limitant son espace discrétionnaire. Dans ce contexte, il apparaît que la perception d'opportunités de création et d'appropriation de rentes joue un rôle central. Cependant, la seule volonté de modifier l'environnement structurel n'implique pas automatiquement que le dirigeant puisse effectivement mettre en application une telle stratégie. Ainsi, l'entrepreneur organisationnel ne se caractérise pas uniquement par les structures cognitives l'incitant à tenter de nouvelles solutions structurelles, mais également par un certain nombre de leviers d'action qui lui sont fournis par son environnement direct[179]. Dans ce contexte, l'accès aux ressources financières peut être une condition préalable pour l'implémentation de la stratégie du dirigeant.

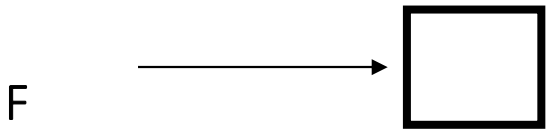
[178] Yoshimori (1995) parle de concept moniste de la firme.
[179] Nous rappelons à ce sujet que Friedberg (1993) parle de système d'action concret pour donner un nom aux possibilités d'action, qui sont le résultat d'un processus de négociation.

3.3.1. Système de GE et disponibilité de différents types de financement

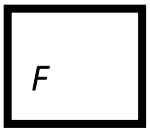
L'application de certains mécanismes de GE nécessite, en effet, un investissement important de la part de la firme désireuse de les mettre en œuvre. Tel est par exemple le cas de l'OPA hostile, qui implique le rachat des actions de la société cible[180]. Dans d'autres cas, le choix d'une structure de GE et d'un financement se font simultanément dans la mesure où certains investisseurs potentiels exigent l'adoption de certains mécanismes de contrôle pour une sauvegarde des fonds investis. Ces quelques réflexions montrent déjà que les relations entre politique de financement et GE sont complexes. Ainsi, dans certains cas, le financement précède la mise en œuvre d'un mécanisme de GE, dans d'autres cas, les deux dimensions évoluent en même temps. De plus, il ne faut pas oublier que le système de GE d'un pays définit un ensemble de possibilités d'action, notamment en termes de politique de financement. L'étude de La Porta et al. (1997) montre en effet que la disponibilité de différents financements en provenance de sources externes dépend en partie des protections dont disposent les investisseurs dans un système légal donné. Pour le cas d'une entreprise concrète, la capacité de négociation du dirigeant ainsi que les structures d'incitation et de contrôle locales déterminent sa latitude par rapport aux choix de financement. Le schéma suivant illustre les trois cas de figure du lien entre GE et politique de financement.

Figure 7 : Les différents sens de la causalité entre GE et politique de financement

Cas 1 : Le financement précède le changement d'espace discrétionnaire.

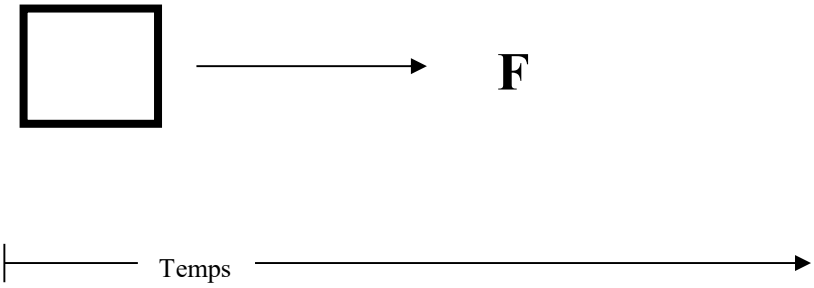


Cas 2 : Le financement coïncide avec le choix de structure de GE.



[180]Précisons que l'OPA hostile est un mécanisme de GE pour la cible. Le dirigeant de l'agresseur percevant une opportunité de création de rentes dans le cas d'une opération réussie n'est donc pas celui qui subit une contrainte de GE, mais celui qui l'impose à un confrère. Le besoin de financement se situe au niveau de l'agresseur. Notons cependant que la cible, conformément au constat de Dann et De Angelo (1988), peut recourir à la politique de

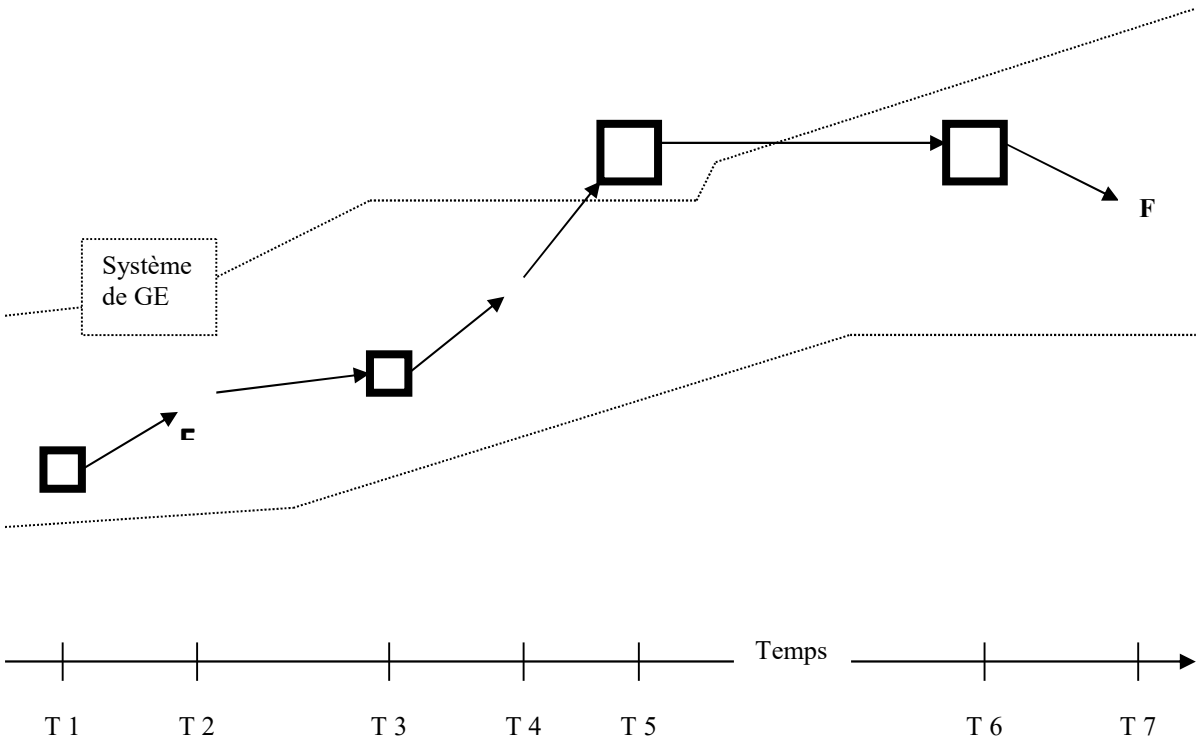
Cas 3 : Les structures de GE en place conditionnent la politique de financement.



Le premier cas de figure représente la nécessaire disponibilité de ressources financières préalablement à la manipulation active de certains mécanismes de GE. Ainsi, la théorie de l'enracinement nous enseigne que les ressources des actionnaires peuvent être utilisées par le dirigeant pour diminuer la pression disciplinaire émanant des structures de GE. L'espace discrétionnaire s'en trouve élargi. Dans le cadre d'une OPA, une trésorerie disponible peut, par exemple, être utilisée pour contrer l'agresseur. Par conséquent, plutôt que de parler de la mise en place d'une nouvelle structure de GE, il s'agit dans ce cas d'éviter les conséquences des structures en place. Notons cependant qu'à plus long terme, conformément au principe d'efficience, les structures ainsi devenues inefficaces sont susceptibles de disparaître ou d'être remplacées. Tout dépendra des conséquences de la stratégie du dirigeant pour les intérêts des différentes parties prenantes. Le deuxième cas de figure correspond à une adoption simultanée d'une nouvelle structure de GE et d'un apport de fonds. Pour illustrer cette possibilité, prenons l'exemple d'une entreprise jusqu'ici contrôlée par un actionnaire majoritaire, qui décide d'augmenter son capital avec des conséquences importantes en termes de dilution de la structure de contrôle. Si, après l'opération, le capital est largement dispersé, on peut penser que les incitations et les moyens d'un actionnaire particulier à exercer un contrôle direct sur le dirigeant ont diminué. Enfin, la troisième séquence illustre le fait que les structures de GE imposent des contraintes sur l'ensemble des choix de financement. Le lien entre GE et politique de financement est dynamique du fait que le sens de la causalité est susceptible de changer dans le temps. Ainsi, la trajectoire d'une entreprise particulière peut être illustrée par la figure suivante.

financement afin de neutraliser la menace. Par conséquent, les possibilités de financement ont des implications

Figure 8 : Possible trajectoire d'une firme dans le temps



Dans ce schéma, les lignes en pointillés symbolisent les contraintes du système de GE. Ces dernières ne sont pas statiques, mais évoluent dans le temps. L'évolution du système ne se fait cependant pas par sauts brutaux, mais suit une trajectoire historique. Le système de GE ne

pour l'espace discrétionnaire du dirigeant de l'agresseur et de celui de la cible.

détermine pas entièrement les comportements. Il laisse un certain nombre de choix, notamment financiers. L'importance de la marge de manœuvre ainsi définie est représentée par l'écartement des deux traits symbolisant le système de GE. Les limites de ce dernier ne sont cependant pas complètement imperméables. Ainsi, la rationalité procédurale des acteurs permet l'innovation. Les individus sont, en effet, capables d'imaginer et de tenter de nouvelles solutions afin de s'affranchir de certaines contraintes. Pour reprendre l'expression de Jensen et Meckling (1994), nous pouvons dire que l'individu est « créatif ». En ce sens, au niveau de l'introduction d'un nouveau mécanisme de GE, le dirigeant peut jouer le rôle de l'entrepreneur organisationnel s'il peut se procurer ou s'il dispose des ressources nécessaires pour l'implémentation d'une telle stratégie. Par l'effet de rétroaction déjà mentionné auparavant, une telle stratégie locale peut influer sur la trajectoire du système englobant.

La trajectoire fléchée correspond à l'évolution de la firme dans le temps. Le lien entre GE et politique de financement est dynamique, dans la mesure où le sens de la causalité est susceptible de changer selon la période considérée. Il y a en quelque sorte « jeu » entre le dirigeant et le GE. Dans le cas hypothétique représenté dans le schéma 5, le dirigeant joue le rôle de l'entrepreneur organisationnel à l'instant T 5. Sachant, en T 4, qu'il pourra disposer de certains moyens financiers, il met en œuvre une stratégie lui permettant de changer les contraintes pesant sur lui. Une telle stratégie concourt à la transformation des structures de GE. Ceci constitue potentiellement une rupture avec le système de GE, dans la mesure où le nouveau dispositif (local) de GE ne fait pas partie du répertoire traditionnel. A cause de la dépendance de sentier, un tel choix ne peut cependant pas trop s'écarter des structures définies par le contexte institutionnel.

3.3.2. Opportunités de création et d'appropriation de rentes et financement

Nous avons montré que le dirigeant est susceptible d'établir sa stratégie personnelle en fonction de sa perception subjective des opportunités de création et d'appropriation de rentes. La mise en œuvre de cette stratégie implique dans certains cas un besoin de financement important. Pour lever les fonds, le dirigeant doit entrer en relation avec les investisseurs potentiels. Or, ces derniers seront disposés à contribuer au processus de création de valeur de la firme seulement dans la mesure où ils s'attendent à ne pas être spoliés par les autres partenaires de la firme. Dans ce jeu, le dirigeant, au centre du nœud de contrats, et ainsi en

relation avec l'ensemble des *stakeholders*, est une interface importante pour la garantie des intérêts des investisseurs.

Dans ses négociations avec les investisseurs potentiels, le succès du dirigeant à obtenir des financements dépend vraisemblablement de sa capacité à convaincre les apporteurs de fonds futurs de l'intérêt qu'ils ont à soutenir sa stratégie. A ce niveau, les schémas mentaux des différents intervenants dans la quête pour un soutien financier sont d'une grande importance. En effet, d'une part, ils conditionnent la perception des investisseurs du potentiel de création de rentes (dimension positive). Et, d'autre part, ils déterminent les exigences de différentes catégories de *stakeholders* en termes de répartition de rentes (dimension normative). Le niveau de la rémunération d'une mise à disposition de ressources financières, jugé satisfaisant, dépend partiellement du schéma mental partagé, qui domine la culture des affaires dans un pays donné. La capacité du dirigeant à représenter d'une manière crédible son engagement à satisfaire ces exigences suppose donc vraisemblablement un minimum de convergence entre les divers schémas mentaux individuels. Notons, à ce sujet, qu'aussi bien Castanias et Helfat (1992) que Roberts et Greenwood (1997) soulignent l'importance de la satisfaction d'un seuil de rentabilité jugé approprié par les apporteurs de fonds extérieurs pour la poursuite de l'activité du dirigeant. Ainsi, Castanias et Helfat montrent que la menace d'une OPA hostile est imminente si le dirigeant ne satisfait pas l'exigence d'une rentabilité minimale demandée par les investisseurs sur un marché des capitaux compétitif. Si la firme est cependant suffisamment performante pour dépasser le seuil de rentabilité exigé, la rente qui subsiste peut potentiellement être accaparée par les autres partenaires de la firme. Roberts et Greenwood (1997) contribuent cependant à mettre en cause la validité universelle d'un tel seuil de rentabilité, en insistant sur le fait que le degré de compétition est contingent au système institutionnel englobant. Par ailleurs, la culture théorique des investisseurs joue un rôle important. Quels sont leurs modèles de référence pour déterminer une rentabilité normale ? Ainsi, une même catégorie d'investisseurs peut théoriquement avoir des exigences différentes en termes de répartition de rentes selon le système de GE dans lequel elle opère[181]. Par conséquent, le principe d'efficience contrainte oblige à identifier les schémas mentaux des partenaires intervenant dans la vie de la firme afin de mieux comprendre la relation entre GE

[181] Pour une illustration de ce point, nous pouvons renvoyer au débat concernant le court-termisme du marché des capitaux américain. Selon une hypothèse soutenu par certains, les investisseurs intervenant sur le marché des capitaux américain privilégieraient une rentabilité élevée à court terme, au détriment de la performance à long terme. A ce sujet, cf. notamment Porter (1992). Nous ne nous prononçons pas sur l'exactitude de cette position, mais pensons qu'une telle représentation, bien que potentiellement subjective, des exigences des investisseurs est susceptible d'avoir un impact sur le comportement des dirigeants.

et politique de financement. Ceci devrait permettre de surmonter les difficultés associées avec les modèles à visée universaliste lorsqu'on essaie de les transposer dans des contextes institutionnels autres que monistes. En effet, le travail de Yoshimori (1995) sur le concept national de la firme montre que les intérêts de différentes catégories de partenaires de la firme ont une légitimité différente dans les esprits des dirigeants des différents pays. A notre sens, cette légitimité fonde les normes en termes de répartition de rentes au sein du schéma mental partagé d'un pays[182]. La disponibilité de fonds externes ainsi que la libre utilisation des moyens financiers internes pour le financement de certains types de projets sont plus ou moins contraintes par les schémas mentaux. Comme la marge discrétionnaire du dirigeant dépend en grande partie de la facilité d'accès à diverses sources financières, la cohérence de la stratégie personnelle du manager avec les structures mentales des investisseurs potentiels facilite la mise en œuvre de sa volonté stratégique.

3.3.3. Le schéma mental partagé comme facteur de résistance

La convergence d'un projet du dirigeant portant sur les structures de GE avec le schéma mental d'un investisseur potentiel facilite la mise en œuvre de la stratégie personnelle. Le soutien financier rendu possible grâce à la perception des bailleurs de fonds de pouvoir tirer profit de la stratégie managériale est un levier d'action important. Ce dernier ne constitue cependant pas forcément une condition suffisante pour le succès d'un projet. Ainsi, plus la modification projetée des structures de GE s'éloigne des schémas traditionnels, plus le nombre de partenaires de la firme concernés par un tel changement est susceptible d'être élevé. Il n'est donc pas irréaliste de supposer que parmi l'ensemble de ces *stakeholders* il y en ait au moins quelques uns qui, à travers leur propre schéma mental, perçoivent le risque d'être spoliés par les changements proposés.

Le schéma mental partagé, qui constitue l'idéologie dominante dans un pays, est un support de communication important[183]. Il comporte donc un certain nombre de concepts et de

[182] Rappelons cependant que nous ne souscrivons pas au déterminisme culturel. Au contraire, conformément aux développements concernant la « rationalité axiologique » (cf. Boudon, 1995, notamment les pages 184-189), nous pensons que l'adhésion d'un individu « idéal-typique » à une norme collective n'est pas mécanique, mais peut s'expliquer par des raisons, qui dépendent partiellement de sa situation à un instant donné, et qui sont ainsi susceptibles d'évoluer en cas de changement de cette situation. Par conséquent, les normes partagées ne sont pas exogènes aux schémas mentaux des acteurs, car, pour exister en tant que telles, elles ont besoin de l'adhésion d'un grand nombre d'individus. Une explication approfondie des origines des jugements normatifs dépasse cependant le cadre du présent travail.

[183] Cf. Denzau et North (1994).

liens de cause à effet qui sont « connaissance commune »[184] dans un contexte institutionnel donné. Par conséquent, les groupes de partenaires de la firme qui se sentent spoliés par les idées nouvelles, en faveur desquelles milite le dirigeant, peuvent se servir du schéma mental partagé pour défendre leur position. Le fait d'argumenter avec des concepts, qui relèvent des contraintes institutionnelles préconscientes, laisse paraître évident le point de vue défendu. En ce sens, le schéma mental partagé exerce une force sur les changements structurels, qui empêche ces derniers de trop s'éloigner du répertoire des mécanismes de GE défini par le système de GE national. Ceci explique en partie la dépendance du cadre institutionnel envers sa trajectoire historique.

En effet, l'activité de la firme dépend d'un ensemble de ressources. Convaincre un seul apporteur de capitaux de l'intérêt de la stratégie personnelle du dirigeant, grâce à la proximité relative de deux schémas mentaux individuels, n'est donc pas nécessairement suffisant pour l'exécution effective du projet. Prenons l'exemple d'un projet de croissance externe, et admettons que la direction parvient facilement à convaincre un investisseur important de l'intérêt de l'opération. La mise à disposition des fonds qui en résulte est un levier important pour l'exécution de la stratégie. Mais, supposons par ailleurs que le projet choisi par le dirigeant implique un nombre élevé de suppressions d'emploi. Si la firme opère dans un pays, dans lequel le concept de la firme accorde une place importante aux intérêts des salariés, leur accordant par ailleurs des droits de contrôle[185], la résistance de cette catégorie de *stakeholders* contre le projet peut s'appuyer sur le schéma mental partagé. Plus généralement, dans la mesure où plusieurs intérêts conflictuels sont représentés par des personnes qui possèdent des pôles d'influence puissants, par exemple grâce aux ressources qu'ils contrôlent, la possibilité de l'application d'une stratégie dépend d'un arbitrage entre l'ensemble de ces intérêts. Dans ce contexte, plus le nombre de personnes concernées est grand, plus il est probable que le schéma mental traditionnel est leur seul dénominateur commun. L'arbitrage entre les différents intérêts sera donc probablement influencé par le schéma mental partagé.

3.4. Les coûts d'influence : une source potentielle d'inefficience

[184] A ce sujet, nous pouvons reprendre une citation de Denzau et North (1994) : « *Des individus avec le même héritage culturel et les mêmes expériences partagent des modèles mentaux, des idéologies et des institutions raisonnablement convergents [...]* » (notre propre traduction).

[185] Voir le cas de la codétermination en Allemagne.

La perception d'opportunités de création et d'appropriation de rentes constitue une motivation fondamentale pour la stratégie personnelle du dirigeant. A ce point, il est cependant nécessaire de souligner que chaque tentative d'appropriation d'avantages personnels ne s'accompagne pas obligatoirement d'un effort productif. Autrement dit, un acteur est seulement incité à créer des rentes, si une telle création augmente le montant de richesse auquel il aura accès. Il est cependant concevable que les structures de GE confèrent des moyens d'influencer la répartition de la rente organisationnelle sans la création d'un supplément de richesse. Dans ce contexte, on peut parler d'une logique redistributive par opposition à une logique productive. Une telle approche est, par ailleurs, tout à fait cohérente avec la théorie du changement institutionnel présentée préalablement, qui admet l'existence et la persistance dans le temps de systèmes caractérisés par divers degrés d'efficience. Selon les structures de GE dans lesquelles évoluent les différents acteurs, il existe donc potentiellement des opportunités d'une recherche de rentes inefficiente.

Dans ce contexte, Milgrom et Roberts (1990) identifient les coûts d'influence comme la principale source d'inefficience résultant d'un pouvoir décisionnel centralisé. En effet, avec l'autorité dont sont investis certains individus pour influencer la répartition de la rente organisationnelle, les acteurs potentiellement affectés par ces décisions sont incités à influencer activement les choix de l'autorité centrale. Les distorsions de l'efficience, qui résultent d'un tel comportement, sont appelées coûts d'influence. Ces derniers peuvent prendre différentes formes. Ainsi, le temps passé par certains individus à poursuivre une activité d'influence est perdu pour les tâches productives. De plus, les efforts d'influence peuvent entraîner des décisions inefficientes. Les activités d'influence sont proprement politiques et sont inextricablement liées à l'existence d'un pouvoir décisionnel. Ainsi, la marge discrétionnaire du dirigeant constitue un pôle d'influence potentiel.

La latitude managériale peut, en effet, être la source d'inefficiences à deux niveaux, c'est-à-dire le niveau du dirigeant ou celui des autres *stakeholders*. Le dirigeant, à la poursuite de ses intérêts personnels, peut influencer les structures de GE en sa faveur en fonction de son espace discrétionnaire. A quel point ceci est source d'inefficience ou contribue, au contraire, à la création de rentes, dépend des incitations données par les structures de GE en place et par le schéma mental individuel du manager. Nous voyons donc que les activités d'influence de la part des autres partenaires de la firme ne sont pas la seule origine possible d'inefficiences. Ainsi, tout dirigeant ne crée pas forcément des rentes managériales.

Ajoutons cependant que ceci n'est pas un argument en faveur d'une limitation maximale de la marge discrétionnaire du dirigeant, dans la mesure ou celle-ci peut également constituer une incitation à la création de rentes. Tout dépend, en effet, des capacités managériales du dirigeant et des incitations que lui fournit son environnement structurel concret. Rappelons également que ce dernier est susceptible d'évoluer sous l'action du manager. De ce fait, le dirigeant est particulièrement exposé à des tentatives d'influence. En effet, dans la mesure où il est capable d'influencer partiellement les structures qui conditionnent la répartition de la rente entre différents partenaires de la firme, ces derniers peuvent être incités à persuader le manager d'améliorer leur situation relativement aux autres *stakeholders*. Dans ce contexte, un dirigeant peut par exemple subir les tentatives d'influence de certaines catégories d'actionnaires, mais également des salariés.

Il faut donc distinguer entre l'appropriation de rentes stimulant leur création, comme l'expliquent Castanias et Helfat (1992), et les activités visant une redistribution de rentes sans effort productif. Cette dernière possibilité correspond, en effet, à une activité de recherche de rentes. Milgrom et Roberts (1992) rappellent la définition d'une telle recherche de rentes (*rent seeking*) comme la poursuite d'un profit qui n'est pas directement productif. Les coûts d'influence résultant d'un tel comportement sont liés au cadre institutionnel. Comme le dit North (1994), la matrice institutionnelle fournit un ensemble d'incitations aux acteurs. Il en conclut que « [s]i les gains les plus élevés dans une société peuvent être obtenus par piraterie, les organisations investissent dans des connaissances et des compétences qui en font de meilleurs pirates [...] »[186]. Ainsi, il n'est pas irréaliste de supposer que l'opportunisme des acteurs, qui est un concept central de la théorie des coûts de transaction, n'est pas forcément une caractéristique statique et exogène de la nature humaine, mais dépend également des structures de GE. Ghoshal et Moran (1996) montrent que les mécanismes de GE en place influencent non seulement les coûts d'un comportement opportuniste, mais également l'attitude opportuniste elle-même des partenaires de la firme[187]. Par conséquent, l'étendue de l'espace discrétionnaire, impliquant un faible coût d'un comportement opportuniste pour le dirigeant, favorise une activité de recherche de rentes inefficiente seulement dans la mesure

[186] Cf. North (1994), p.3.

[187] En fait, un individu peut avoir une prédisposition mentale à tricher, sans pour autant juger opportun de traduire une telle attitude en action concrète. Ainsi, selon la structure d'incitations à laquelle il se trouve confronté, un acteur profondément opportuniste « dans sa tête » est théoriquement capable d'afficher un comportement ne laissant pas transparaître son opportunisme latent. Le lien entre attitude et comportement apparaît ainsi comme relativement complexe.

où il y a un opportunisme élevé. En fait, un espace discrétionnaire large est souvent lié à un faible risque de sanctions en cas d'un comportement opportuniste. *A priori*, on peut donc s'attendre qu'en accroissant sa latitude managériale, le dirigeant diminue en même temps les coûts qu'il devrait supporter en cas d'un comportement déviant de sa part. C'est en ce sens qu'il est possible de parler d'une incitation à tricher. Cependant, malgré une telle incitation du dirigeant à rechercher des rentes, il n'en fera rien s'il se caractérise par une attitude très peu opportuniste. Cette attitude est susceptible d'évoluer avec les mécanismes qui contraignent la latitude managériale. En effet, la représentation des différents partenaires de la firme comme profondément opportunistes, qui est inscrite dans certaines structures de GE, peut devenir une prophétie auto-réalisatrice, pour reprendre les termes de Ghoshal et Moran. Les motivations en termes de création et d'appropriation de rentes dépendent donc des schémas mentaux ainsi que des structures de GE, qui caractérisent le contexte d'action concret du dirigeant.

Qu'il contribue à la création de rentes ou qu'il soit, au contraire, inefficient, le motif d'appropriation de rentes sous la forme d'avantages personnels, quelle que soit leur forme, est une hypothèse que nous supposons explicitement pour les besoins de notre grille explicative. Son intérêt principal est de donner un contenu concret aux opportunités perçues par l'entrepreneur organisationnel que North place au centre de son explication du changement institutionnel. En effet, l'hypothèse du motif d'appropriation de rentes nous permet de transposer la logique explicative de l'approche institutionnaliste à l'étude de la relation entre structures de GE et politique de financement. Dans notre grille théorique, la perception des possibilités de création et d'appropriation de rentes est l'enjeu central de l'interaction entre la latitude managériale et les structures de GE. Le dirigeant est capable d'influencer cette interaction notamment grâce à sa politique de financement.

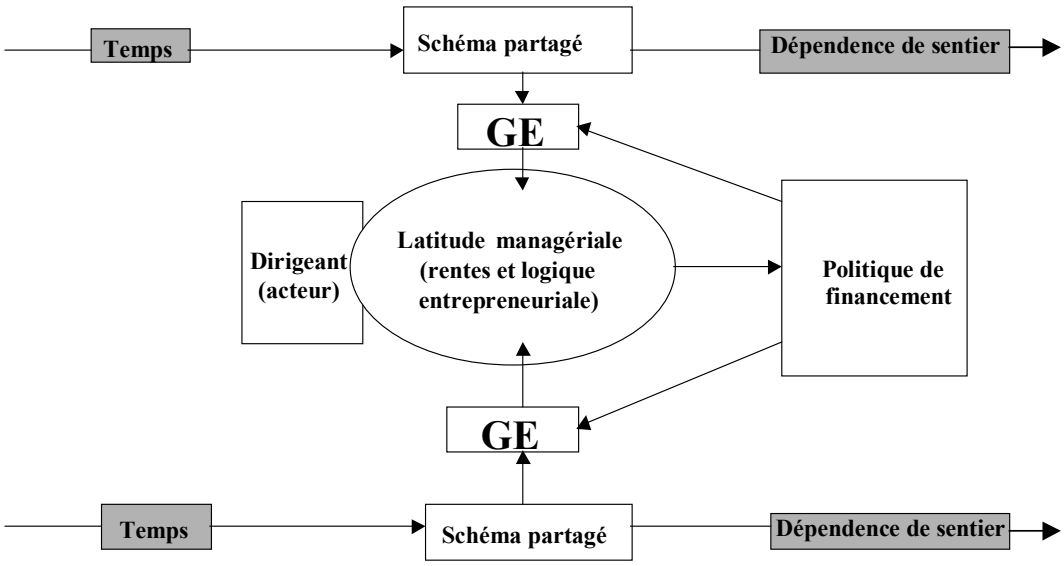
Notons par ailleurs que la perception des opportunités de création et d'appropriation de rentes comme moteur de la dynamique structurelle est cohérente avec le principe d'efficience, tel que présenté par Charreaux (1999). En effet, selon ce dernier, la recherche de l'efficience au troisième degré stimule le processus « [d']émergence des formes organisationnelles sélectionnables » (Charreaux, 1999, p. 109). Dans ce contexte, « [l']émergence des arrangements organisationnels [dont les structures de GE] résulte de la mise en place des nœuds contractuels ou de leur reconfiguration en raison d'initiatives internes, notamment de la part des dirigeants [et cela entre autres grâce à la politique de

financement][188]. Les parties à la négociation cherchent intentionnellement à mettre en place des systèmes organisationnels qui leur permettent de s'approprier un gain supérieur (ou de rétablir une situation compromise) et qui ne sont acceptés que s'ils sont considérés *ex ante* comme profitables par l'ensemble des parties (ou ne portent préjudice à aucune des parties) »(Charreaux, 1999, p. 109).

3.5. GE et politique de financement – ébauche d'un cadre conceptuel

Jusqu'ici, nous avons rassemblé les ingrédients essentiels pour la construction d'un cadre conceptuel concernant la relation entre GE et politique de financement, en nous inspirant de travaux théoriques de divers champs disciplinaires. Avant de proposer des hypothèses rendant opérationnelle la grille de lecture théorique en vue de sa confrontation avec le fonctionnement de cas concrets, il nous paraît utile de résumer les principaux résultats. Il s'agit, en effet, de montrer comment les différents éléments théoriques s'insèrent dans une logique d'ensemble. Ainsi, le schéma suivant vise l'illustration de la cohérence globale.

Figure 9 : GE et politique de financement – ébauche d'un cadre conceptuel



[188] Nous rajoutons les deux parenthèses précédentes afin de situer notre propre problématique par rapport à celle, plus large, de Charreaux (1999). En effet, la théorie de l'enracinement nous enseigne que la politique de financement affecte l'efficacité des structures de GE. Et c'est précisément en ce sens, qu'elle concourt à une « reconfiguration des nœuds contractuels ».

Le dirigeant est supposé être un acteur central dans le processus du changement des structures de GE, qui délimitent son espace discrétionnaire. L'hypothèse qui sous-tend cette modélisation en termes d'objectifs du dirigeant est celle de l'appropriation d'une part de la rente organisationnelle. A ce sujet, il convient de préciser que nous excluons l'idée selon laquelle la maximisation de l'espace discrétionnaire serait un objectif indépendant. *A contrario*, la grille théorique se fonde sur l'hypothèse, selon laquelle l'élargissement de la latitude managériale n'est qu'un instrument pour le dirigeant dans la poursuite d'une stratégie de création et d'appropriation de rentes. L'espace discrétionnaire constitue le contexte d'action concret du manager. Ce contexte est structuré par les règles du jeu globales d'un pays, c'est à dire son système de GE, et des mécanismes qui s'appliquent plus spécifiquement au niveau local. C'est à ce niveau que l'influence managériale est *a priori* la plus forte. Cependant, il n'est pas exclu que les actions locales du dirigeant aient une influence plus ou moins directe sur le système de GE englobant, notamment en fonction de la perception de leur efficience par d'autres acteurs. Cette perception de l'efficience relative des choix managériaux contribue, en effet, à leur prolifération ainsi qu'à leur survie, bref, à leur succès, dans le processus d'évolution.

Compte tenu de l'existence d'un espace discrétionnaire, qui laisse le dirigeant plus ou moins libre d'agir, une prédiction précise de son comportement en fonction des structures de GE s'avère impossible. En effet, le dirigeant peut, dans certaines circonstances, jouer le rôle de l'entrepreneur organisationnel, capable de façonner partiellement les mécanismes de GE. Ces derniers structurent, à un instant donné, son interaction avec les autres partenaires de la firme, parmi lesquels se trouvent les apporteurs de ressources financières. La motivation du dirigeant à poursuivre une stratégie de modification des structures de GE est conditionnée par la perception des opportunités de création et d'appropriation de rentes. Le décideur doit ainsi arbitrer entre les gains anticipés pour une activité à l'intérieur des structures en place et les gains nets attendus d'un changement des structures de GE[189]. La détermination des gains nets doit notamment tenir compte des coûts qu'entraîne une modification structurelle. La perception subjective des opportunités par le dirigeant dépend de son schéma mental individuel. Dans l'application effective de sa volonté stratégique, la politique de financement constitue un levier puissant. Tout en étant contrainte par les structures de GE, elle permet le

[189] Positionné au centre du nœud de contrats, nous supposons que le dirigeant effectue cet arbitrage en fonction de sa perspective personnelle. La poursuite de ses intérêts personnels par le manager n'est cependant pas contradictoire avec la recherche de l'efficience au troisième degré, car on peut présumer qu'il y a incitation à créer des rentes uniquement dans la mesure où celles-ci sont au moins partiellement appropriables.

financement et/ou la sélection de certains mécanismes de GE. Ainsi, loin d'être unidirectionnel, le lien entre GE et politique de financement est « double ». En effet, dans le jeu de l'interaction entre le dirigeant et les structures de GE, le financement est contraint par les mécanismes de contrôle à certains moments, et permet de les modifier à d'autres.

Pour la compréhension de la dynamique d'une entreprise concrète, il est important de l'étudier dans son contexte précis. *Ce n'est qu'avec la contextualisation qu'on peut espérer dégager le sens, dans lequel joue la causalité à un instant donné*. Ce constat est en effet un élément essentiel du cadre conceptuel présenté ici. Les spécificités des divers systèmes nationaux de GE permettent une contribution importante à la compréhension de l'environnement d'action, dans la mesure où le système de GE définit l'ensemble des choix financiers potentiellement disponibles dans un pays. Rappelons cependant que le système de GE n'est pas statique. Résultat de l'institutionnalisation d'un schéma mental partagé, il évolue avec ce même schéma. Etant représentatif du mode de penser et touchant les intérêts d'un grand nombre d'individus, le schéma mental partagé ne change pas abruptement. Ceci explique que l'évolution du GE dans un pays ne s'opère pas d'une façon brutale mais plutôt de manière graduelle. Par conséquent, les modifications des structures de GE affichent une dépendance par rapport à la trajectoire historique. Ainsi, même si les conditions financières sont favorables à une action sur les limites de la latitude managériale, la stratégie personnelle du dirigeant peut se heurter à des obstacles en provenance de l'idéologie dominante. L'exemple de la tentative d'OPA hostile de Krupp sur Thyssen en mars 1997 permet d'illustrer ce point. Si on se place du point de vue de Krupp, on constate la volonté de la direction d'imposer un rapprochement forcé à Thyssen. Visant ainsi à contraindre la liberté d'action du dirigeant de la cible, il s'agit effectivement d'un mécanisme de GE (au sens de Charreaux, 1997 a), que l'agresseur souhaite faire fonctionner. Pour cela, il dispose du soutien financier de plusieurs établissements bancaires. Or, la politique de financement est dans ce cas insuffisante, car un vaste mouvement de protestation s'appuyant sur les valeurs du « modèle allemand traditionnel » conduit finalement à l'abandon de l'opération.

Section 4 : Changement du GE, politique de financement et tradition nationale – propositions théoriques

Nous venons d'ébaucher un cadre conceptuel général concernant le lien dynamique entre GE et politique de financement dans différents contextes institutionnels. Il s'agit d'une

grille de lecture centrée sur les processus de changement, dans lesquels les dirigeants d'entreprises jouent un rôle actif. La motivation fondamentale de notre travail de recherche consistant en une meilleure compréhension des processus réels, la confrontation de cette grille théorique avec des cas concrets est une étape importante. Dans ce but, nous allons formuler un certain nombre de propositions théoriques, résultant directement du cadre conceptuel, qui permettent de guider la démarche empirique et de structurer la présentation des résultats. Ainsi, les études de cas ne sont pas menées indépendamment d'une réflexion théorique préalable. En effet, comme les deux premiers chapitres le montrent, notre travail s'inspire, d'une manière critique, des apports conceptuels des théories de l'agence, des coûts de transaction, de l'enracinement et du changement institutionnel. L'efficience contrainte, qui sous-tend les approches précitées, est également le principe explicatif central de la grille théorique que nous proposons. Par conséquent, très loin de prétendre à la découverte d'une théorie explicative nouvelle, nous nous insérons dans un débat théorique plus large en cohérence avec une tradition intellectuelle, qui fait des interactions entre les partenaires aux intérêts potentiellement conflictuels sa pièce maîtresse. Compte tenu du caractère général et relativement ouvert des propositions que nous formulons, il ne s'agit cependant pas d'une démarche qui conduit au test statistique d'un certain nombre d'hypothèses fermées[190]. Ainsi se pose la question concernant le statut épistémologique des propositions théoriques (4.1.). Dans le travail largement exploratoire que nous menons, elles constituent en effet des heuristiques, guidant l'exploration[191] d'un terrain encore largement inconnu, plutôt que des hypothèses réfutables. Après cette précision, nous allons présenter les propositions elles-mêmes. Celles-ci peuvent être divisées en deux catégories, à savoir celle qui concerne le niveau local de l'entreprise (4.2.) et celle qui se réfère au cadre englobant du système de GE (4.3.).

4.1. La nature heuristique des propositions théoriques

Notre problématique de recherche concerne un domaine encore largement inexploré. La dynamique des processus d'ajustement supposant explicitement la rationalité procédurale est en effet très peu étudiée dans les approches financières traditionnelles. Par ailleurs, Rajan et Zingales (1995) invitent à une investigation plus approfondie des implications de l'environnement institutionnel pour la politique de financement. Ayant été développé sans

[190] En effet, afin d'obtenir un certain pouvoir prédictif, les propositions doivent d'abord être contextualisées. Ceci fera notamment l'objet du chapitre 4.

présupposer le contexte institutionnel d'un pays particulier, le cadre conceptuel présenté dans la section précédente reste très ouvert et n'aboutit pas à la formulation d'hypothèses fermées, et donc réfutables. En effet, la complexité du lien dynamique entre GE et politique de financement ne permet pas de se prononcer *a priori* concernant la direction précise de la relation causale indépendamment du temps et de l'espace. C'est en ce sens, que les propositions théoriques que nous formulons ne sont pas des hypothèses réfutables[192], mais plutôt des heuristiques de recherche. En tant que telles, elles rendent opérationnel le cadre conceptuel pour sa confrontation aux cas empiriques.

La nature contingente du lien dynamique entre GE et politique de financement oblige à appliquer la grille théorique très générale, que nous présentons, à différents pays afin d'aboutir à des prédictions plus précises. La conséquence de l'enrichissement conceptuel que nous tentons de pratiquer est la prise de conscience de l'impossibilité de formuler des hypothèses causales simples et discriminantes sans référence explicite à un contexte institutionnel particulier. Notons à ce sujet que les hypothèses des modèles financiers traditionnels sont le plus souvent dérivées d'une référence - pourtant rarement explicitée - au contexte institutionnel anglo-saxon. Sans référentiel institutionnel précis, nous aboutissons à une théorisation, selon laquelle la politique de financement *peut* précéder la mise en œuvre d'un nouveau mécanisme de GE. En même temps, la relation inverse joue un rôle important[193]. *A priori*, il paraît donc difficile de privilégier une séquence plutôt qu'une autre. Par conséquent, à ce niveau très général, le cadre conceptuel revêt un caractère tautologique.

Ce n'est qu'à partir de sa contextualisation que le cadre conceptuel permettra de faire ressortir le sens de la causalité pour une entreprise particulière à un moment donné. Il faut en quelque sorte « paramétrer » la grille théorique. La caractérisation du contexte local revient en effet à dégager le système d'action concret, pour employer la terminologie de Friedberg (1993), qui définit l'espace discrétionnaire du dirigeant d'une entreprise particulière. Un tel exercice revient à caractériser la trajectoire concrète des entreprises étudiées. Cette trajectoire peut prendre la forme de l'exemple donné dans la figure 8 de la sous-section 3.3.1.. Par rapport à cet exemple, contextualiser la grille de lecture signifie décrire les caractéristiques

[191] L'objectif de cette exploration est de contribuer à affiner la grille explicative du comportement réel des entreprises.
[192] Elles le deviennent, cependant, avec le temps et l'espace.
[193] Concernant les différents scénarios envisageables, le lecteur peut se référer à la figure 7 de la section 3.3.1..

pertinentes[194] du système de GE du pays dans lequel évolue l'entreprise, ainsi que des contraintes locales de la latitude managériale. Cet exercice sera l'objet principal de la deuxième partie, où nous analysons les cas de deux grandes entreprises, l'une en France et l'autre en Allemagne. Ainsi, les études de cas contribuent à donner un contenu plus précis à notre réflexion théorique. Dans une démarche exploratoire, elles permettent d'enrichir le cadre théorique qui guide leur exploitation.

4.2. Structures de GE et politique de financement – le niveau local

Notre recherche étant focalisée sur la latitude managériale par rapport à la politique de financement ainsi que sur le rôle entrepreneurial du dirigeant dans le processus de changement des structures de GE, le niveau local doit retenir une attention particulière. Se situant au centre du nœud de contrats que constitue son entreprise, la politique de financement peut être un levier puissant pour le manager dans une gestion active des relations entre les divers partenaires de la firme. Comme nous l'a montré l'analyse de Roberts et Greenwood (1997), de tels changements structurels ne sont pas sans incidence sur l'environnement institutionnel englobant. Cette rétroaction est cependant plutôt indirecte, l'évolution du système de GE étant caractérisée par une dépendance vis à vis de la trajectoire historique. Ainsi, dans la majorité des cas, l'influence directe du dirigeant sur le GE semble être la plus forte au niveau de son espace d'action concret, c'est-à-dire local[195].

Les propositions théoriques concernant le niveau local se feront en plusieurs étapes. Nous allons d'abord traiter le schéma mental individuel du dirigeant comme fondement de sa motivation à agir sur les mécanismes de GE (4.2.1.). Ensuite sera explicitée la relation dynamique entre structures de GE et politique de financement (4.2.2.). Concernant cette relation, il est possible de déduire des implications concernant la stabilité structurelle dans le temps (4.2.3.). Ajoutons que l'idéologie dominante dans un pays peut s'opposer à des tentatives de changement qui s'écarteraient trop de la trajectoire historique (4.2.4.). Notons

[194] Par caractéristiques pertinentes nous entendons celles qui ont potentiellement un rapport avec les questions de la politique de financement. Nous rappelons à ce sujet que nous ne cherchons pas à formuler une théorie générale du GE, mais focalisons plutôt nos investigations sur les liens entre GE et politique de financement. Ceci se reflète d'ailleurs dans le choix d'une définition du GE comme une *délimitation de l'espace discrétionnaire du dirigeant permettant la sauvegarde des intérêts financiers des divers partenaires de la firme*. Par intérêts financiers nous entendons la part de la rente organisationnelle qu'exigent les différents *stakeholders*. En effet, en manipulant les flux de fonds, la politique de financement a potentiellement un impact important sur la répartition de la rente. C'est une des raisons pour lesquelles elle est partiellement contrainte par les structures de GE, qui ont comme fonction de protéger les intérêts financiers des partenaires de la firme.

par ailleurs que ce dernier point se trouve à l'interface entre le niveau local et le système de GE englobant.

4.2.1. Schéma mental individuel du dirigeant et structures de GE

Dans la présentation du principe d'efficience contrainte, nous avons insisté sur une caractérisation des capacités cognitives des acteurs comme relevant d'une rationalité procédurale[196]. Ainsi, les limites cognitives impliquent une prise de décision sur la base de représentations subjectives de la réalité. Les théories sur lesquelles se fondent les individus pour prendre leurs décisions sont des schémas mentaux. Ces derniers sont le résultat d'un processus d'apprentissage, dans lequel interviennent des facteurs culturels[197]. Ainsi, la structure cognitive du dirigeant n'évolue pas indépendamment de son contexte social. Mais, l'entrepreneur organisationnel possédant une certaine autonomie intellectuelle par rapport à son environnement, son schéma mental individuel ne converge pas nécessairement avec l'idéologie dominante de son contexte social sur tous les points. Ses expériences personnelles et particulières contribuent potentiellement à une certaine distance entre sa représentation personnelle de la réalité et celle contenue dans le schéma mental partagé. Ceci est la base même de sa capacité à découvrir des opportunités nouvelles[198].

Notre travail de recherche ne concerne pas une explication de la genèse des structures cognitives, mais la dynamique des structures de GE en relation avec les possibilités de financement. En ce sens, notre intérêt pour les schémas mentaux se limite à leur influence sur la stratégie personnelle du dirigeant[199]. Concernant l'origine possible des divergences entre schémas mentaux individuels et partagés, nous nous contenterons de donner quelques intuitions à titre d'exemple. Dans ce contexte, la formation initiale suivie par le dirigeant est susceptible de façonner un schéma mental divergent si cette formation a été conçue dans un contexte culturel différent de celui dans lequel opère le dirigeant. Ainsi, un manager formé

---

[195] Notons cependant qu'il n'est pas tout à fait exclu que certains grands patrons exercent une influence plus directe sur le cadre législatif et les pratiques.
[196] Cf. Simon (1982).
[197] Cf. Denzau et North (1994).

[198] Cf. Bonardi (1998), p. 286-287.
[199] Le lecteur intéressé par un approfondissement des questions de la cognition managériale pourra se référer avec profit à la synthèse de Walsh (1995). Ce dernier encourage par ailleurs des recherches concernant les effets des schémas mentaux plutôt que de multiplier les inventaires descriptifs d'un ensemble de structures mentales existantes (p. 303). Il considère en effet que « *les chercheurs devraient se fonder sur le travail synthétisé [dans son article] et passer directement au test des relations théoriques qui les interpellent le plus* » (p. 303, notre propre traduction).

aux Etats-Unis aura vraisemblablement une représentation différente du processus de création de valeur que ses homologues japonais. A côté des programmes de formation, il n'est pas irréaliste de supposer que l'interaction avec des partenaires d'une provenance culturelle différente induit une modification des schémas mentaux des dirigeants intéressés par l'apport potentiel de ressources de la part d'une telle catégorie de partenaires de la firme. Nous pensons par exemple aux fonds de pension américains, qui militent activement pour une gestion cohérente avec l'objectif de création de *valeur actionnariale*. Selon Bonardi (1998), « [c]e sont ainsi les relations récurrentes avec d'autres agents économiques (fournisseurs, clients, concurrents, etc.), combinées aux savoir-faire dont dispose déjà la firme, qui font apparaître des lois de cause à effet jusqu'alors ignorées, et donc des opportunités stratégiques [...] » (p. 289). Citons l'exemple de la volonté d'un nombre croissant d'entreprises allemandes et françaises de se financer sur les places financières internationales. En effet, il est vraisemblable que leur capacité à attirer les investisseurs intervenant sur ces marchés dépend de la possibilité de convaincre ces derniers que leurs intérêts seront garantis. Ceci nécessite une certaine proximité entre les schémas mentaux du dirigeant et des investisseurs potentiels.

Illustrer l'incidence du schéma mental du dirigeant sur sa volonté stratégique implique que l'on puisse décrire la représentation subjective des relations entre partenaires de la firme. Nous rappelons à ce sujet qu'un schéma mental contient un noyau idéologique, qui comporte une dimension positive et une dimension normative, ainsi qu'une partie technique, concernant plus concrètement la représentation des relations de cause à effet de différents mécanismes d'incitation et de contrôle. La dimension positive du noyau idéologique établit la contribution des différents partenaires de la firme au processus de création de valeur, alors que la dimension normative définit la répartition légitime[200] de la rente organisationnelle entre les *stakeholders* en fonction de leur contribution. Par conséquent, si le dirigeant en tant qu'entrepreneur organisationnel est motivé par les possibilités d'appropriation de rentes, qui dépendent potentiellement d'une création de rentes au préalable, il est incité à jouer sur les mécanismes de GE qui font partie du répertoire technique de son schéma mental. Autrement dit, si le dirigeant pense que le fait de privilégier une certaine catégorie d'investisseurs, qui est sous-représentée dans les structures traditionnelles[201], augmente le potentiel de création de

[200] Cette légitimité se fonde sur une croyance concernant la nature d'un certain type d'apport de ressources. Dans ce contexte, la reconnaissance d'un statut de créancier résiduel nous semble étroitement liée à la légitimation des exigences en termes de répartition de la rente organisationnelle. En effet, les partenaires de la firme, qui prétendent d'une manière crédible au statut de créancier résiduel, ont une certaine facilité à justifier un droit de contrôle par rapport aux décisions de répartition de rentes.

[201] Ce que nous appelons le noyau idéologique d'un schéma mental partagé peut être illustré par la notion de concept national de la firme proposée par Yoshimori (1995). Ainsi, il apparaît que le statut relatif des

valeur, partiellement appropriable, il essaiera d'installer des mécanismes de GE censés permettre la satisfaction des intérêts de ces investisseurs. Ainsi, la perception du dirigeant des opportunités de création et d'appropriation de rentes dépend des capacités qu'il attribue à certains mécanismes de GE à inciter certains investisseurs à une contribution au processus de création de valeur, tout en lui laissant une latitude suffisante pour influencer la répartition des rentes en sa faveur. Ces arguments justifient la proposition 1.

Proposition 1 : Le dirigeant perçoit les opportunités d'un changement des structures de GE en fonction de son schéma mental individuel. L'importance accordée par l'entrepreneur organisationnel à certaines catégories d'investisseurs, dans sa représentation de la création de valeur, favorise les mécanismes de contrôle qui leur sont associés.

Il ressort de la proposition précédente que le schéma mental individuel du dirigeant est une cause potentielle du changement des structures de GE. Or, nous rappelons que l'entrepreneur, supposé être le moteur du changement, doit remplir deux fonctions. C'est à dire la perception, qui permet la découverte des opportunités de création et d'appropriation de rentes, et l'exploitation effective de ces opportunités, qui nécessite un investissement de ressources[202]. Par conséquent, la modification effective des structures de GE ne suit pas d'une manière automatique la seule volonté stratégique du dirigeant.

4.2.2. Politique de financement et changement des structures de GE

La poursuite de la stratégie personnelle du dirigeant, qui vise à gérer son espace discrétionnaire et, donc, à modifier le fonctionnement des mécanismes de GE, peut nécessiter la disponibilité de ressources financières. Prenons l'exemple de la stratégie d'enracinement telle que représentée par Shleifer et Vishny (1989). Dans ce cas, le dirigeant utilise les ressources des actionnaires pour investir en actifs spécifiques, lui permettant d'augmenter le coût d'un remplacement éventuel. Mais, un tel comportement suppose que les fonds soient disponibles librement. Autonomie du dirigeant et possibilités de financement sont donc étroitement liées. Notons, à ce sujet, qu'il y a des types de financement qui sont assortis de mécanismes de GE plus ou moins restrictifs pour le dirigeant. Dans ce contexte, la théorie

---

actionnaires par rapport aux autres *stakeholders* est plus faible dans un référentiel pluraliste que dans un système moniste, tel que celui des pays anglo-saxons.

financière s'est surtout intéressée aux financements par apport de capitaux propres externes, par endettement et par autofinancement. Or, ces différentes sources de financement sont caractérisées par des mécanismes de contrôle de l'espace discrétionnaire du dirigeant, qui diffèrent selon le type d'investisseur qui met les fonds à la disposition de la firme. Ainsi, nous rappelons que, dans la théorie de l'agence, la dette apparaît comme étant associée à des mécanismes de GE très restrictifs[203]. La rigidité des conditions contractuelles liées à l'endettement est donc susceptible de réduire la latitude managériale[204]. Contrairement au financement externe, l'autofinancement apparaît comme étant positivement lié à l'étendue de l'espace discrétionnaire du dirigeant. Par rapport à ces questions, Ravid et Sudit (1994) proposent une hiérarchie des différents types de financement en fonction de leur capacité à réduire l'autonomie du dirigeant. Le financement par fonds propres externes occupe une position intermédiaire entre les deux extrêmes que sont l'autofinancement et la dette. Ravid et Sudit en concluent qu'un dirigeant à la recherche d'un élargissement de son espace discrétionnaire choisira, en fonction de leur disponibilité, d'abord l'autofinancement, ensuite les capitaux propres externes et, en dernier lieu, l'endettement. Une étude qui met des accents différents, mais complémentaires, est celle de G. Miller (1996), qui compare le degré d'internalisation de la décision de financement avec l'arbitrage entre marché et hiérarchie de la théorie de Williamson. Selon une telle approche, l'autofinancement est soumis au contrôle hiérarchique exercé par le dirigeant, alors que le financement sur le marché des capitaux est régi par un contrôle contractuel. Dans cette perspective théorique, l'intermédiation financière correspond à un mécanisme de GE hybride.

Notons cependant que la force des contraintes liées aux types de financement dépend des exigences des investisseurs, qui sont contingentes au cadre institutionnel dans lequel évolue l'entreprise. Par conséquent, la contextualisation de cette grille théorique s'avère indispensable pour une explication plus fine des processus réels. Globalement, nous pouvons néanmoins retenir la pertinence des choix de financement comme levier pour la réalisation d'une stratégie de manipulation des structures de GE, d'où la proposition 2.

---

[202] Cf. Bonardi (1998), p. 285.
[203] Cf. Jensen (1986).
[204] Notons cependant que ce raisonnement mérite d'être affiné en fonction des différents types d'endettement. Ainsi, l'endettement bancaire relevant d'un contrôle relationnel ne semble pas soumis au mêmes contraintes que la dette obligataire régie par le marché des capitaux.

Proposition 2 : La disponibilité de ressources financières permet au dirigeant de gérer activement son espace discrétionnaire et, donc, une partie des structures de GE.

Les travaux théoriques s'accordent sur la nature relativement peu contraignante de l'autofinancement libre. Ainsi, une différenciation des différents types de financement selon leur provenance interne et externe paraît pertinente par rapport à l'étude de la latitude managériale. Au delà de cette dichotomie fondamentale[205], il nous semble cependant hasardeux de nous prononcer concernant une hiérarchie *a priori* des divers financements externes, comme le font Ravid et Sudit (1994).

Proposition 2 a : Les ressources en excès de provenance interne[206] sont celles dont l'allocation par le dirigeant est la moins contrainte par les autres partenaires de la firme. Leur apparition constitue une opportunité pour un exercice effectif de la latitude managériale.

Les implications des divers types de financement externe en termes de latitude managériale semblent plus difficiles à établir par un raisonnement *a priori*, sans référence aux spécificités nationales. L'étude d'une hiérarchie des financements externes indépendamment du contexte institutionnel paraît difficile, sinon impossible. Une appréciation de la disponibilité de ressources financières externes doit ainsi passer par la connaissance des exigences des investisseurs potentiels en termes de mécanismes de sauvegarde de leurs intérêts. Ces intérêts concernent notamment une rémunération jugée satisfaisante. Les exigences sont représentées dans les schémas mentaux des bailleurs de fonds. La proximité

[205] Cette dichotomie fondamentale entre financement externe et interne se justifie par le fait qu'un appel à des investisseurs extérieurs augmente le nombre de partenaires en relation avec la firme. Comme ces partenaires de la firme ont des intérêts potentiellement conflictuels, l'augmentation de leur nombre est susceptible d'introduire une contrainte supplémentaire de la marge discrétionnaire.

[206] Par *ressources en excès de provenance interne* nous **n'**entendons **pas** le *free-cash flow* au sens de Jensen (1986), dans la mesure où ce dernier suppose donné l'ensemble des opportunités d'investissement à un instant précis. Cette approche nous semble cependant incompatible avec l'idée qu'un entrepreneur (organisationnel) possède la capacité de créer de nouvelles opportunités, jusque là inconnues. Ce dernier positionnement est le seul, qui soit cohérent avec l'hypothèse de rationalité procédurale, qui sous-tend notre démarche. Pour cette

des représentations[207] des investisseurs potentiels avec le schéma individuel du dirigeant facilitera la levée de fonds externes, pouvant contribuer au financement de la stratégie d'une modification de la latitude managériale.

Proposition 2 b : La perception, par les investisseurs, du dirigeant comme étant capable de créer des rentes managériales facilite l'accès aux ressources externes. Les fonds externes peuvent servir de levier à une stratégie de changement des structures de GE. Ils sont cependant relativement plus contraignants que l'autofinancement libre.

Avant de mettre des fonds à la disposition du dirigeant, les investisseurs externes sont susceptibles de demander que la mise en place du financement s'accompagne d'un certain nombre de mécanismes de GE. Ceci a pour but la protection contre une expropriation de leur part des fruits de l'investissement. Dans le cas d'un appel du PDG à une catégorie de bailleurs de fonds qui ne contribue pas déjà au financement de la firme, il est vraisemblable que l'injection de ressources se fait simultanément avec l'instauration de nouvelles structures de GE. Comme exemple, il est possible d'imaginer qu'un investisseur réclame un siège au conseil d'administration comme une condition préalable à son engagement. Dans un objectif de dédouanement, il est également possible que le PDG propose lui-même un siège au nouveau bailleur de fonds. Bien que dans ce dernier cas l'initiative n'émane pas du même acteur, le résultat est identique.

Proposition 3 : Le choix d'un financement externe en provenance d'un partenaire (investisseur) nouveau coïncide avec des ajustements des structures de GE. Il s'agit d'une décision simultanée.

Les structures de GE permettent un alignement du comportement du dirigeant avec les intérêts de certaines catégories de bailleurs de fonds. Ainsi, les mécanismes de contrôle ont comme fonction d'éviter d'éventuelles actions opportunistes de la part du PDG, privant les investisseurs de la rémunération, jugée légitime, de leur contribution au processus de création de valeur. L'existence de mécanismes diminuant le risque d'un comportement opportuniste *ex post* constitue également une incitation *ex ante* de bailleurs de fonds potentiels d'investir leur

raison, constitue un financement interne en excès tout autofinancement, qui soit disponible pour la réalisation de nouveaux projets d'investissement.

[207] Rappelons que les représentations concernent la création et la répartition de rentes.

argent dans l'entreprise. Pour citer un exemple, il ne paraît pas irréaliste de supposer que la représentation d'un établissement bancaire au sein du conseil d'administration d'une firme industrielle est susceptible de faciliter l'accès de cette firme à des fonds en provenance de cette banque. Bien que nous excluions un déterminisme structurel parfait, les structures de GE en place à un instant donné délimitent un ensemble de choix (financiers) potentiels, d'où la proposition suivante.

Proposition 4 : Les structures de GE contribuent à contraindre l'ensemble des choix de financement possibles. Elles définissent la structure d'action.

Comme les structures de GE délimitent l'espace de l'ensemble des choix financiers, leur modification entraîne également un changement du périmètre de la politique de financement. En effet, l'espace discrétionnaire du dirigeant n'est pas figé, mais évolue dans le temps. Cette dynamique influe à son tour sur la capacité de la firme à se procurer des ressources. L'introduction d'un nouveau mécanisme de GE peut donc ouvrir des opportunités de financement, mais peut également en éliminer. Pour illustrer ces propos, il est possible de citer plusieurs exemples. L'aménagement du cadre légal en vue d'une meilleure protection des intérêts des actionnaires minoritaires peut ainsi faciliter une éventuelle levée de fonds auprès d'un large public. L'élimination de certaines mesures anti-OPA dans les statuts d'une société est susceptible d'inciter des investisseurs, croyant en l'efficacité du marché du contrôle, à envisager un apport de fonds. Par contre, la privatisation d'une entreprise, impliquant le retrait des pouvoirs publics des organes de contrôle, réduit fortement la probabilité que l'Etat soit une source de financement importante. Par conséquent, la disponibilité de différents types de ressources financières évolue en fonction des contraintes pesant sur la latitude managériale.

Proposition 4 a : Une modification des structures de GE entraîne une modification de l'espace des financements potentiellement disponibles.

Cette proposition est directement déduite de la proposition 4. Par rapport à cette dernière, elle possède cependant l'avantage d'une visibilité plus grande pour une confrontation avec les données empiriques. *A priori*, il paraît en effet plus difficile de dresser un inventaire exhaustif de l'ensemble des structures de GE pertinentes pour la politique de

financement que d'observer seulement les changements. Par ailleurs, la proposition 4 a souligne le caractère dynamique de notre approche.

4.2.3. Stabilité structurelle et financement

La sous-section précédente permet d'apprécier les différents liens théoriques entre politique de financement et structures de GE. Il en ressort globalement que même si l'ordre d'apparition des variations diverses peut changer dans le temps[208], modifications de la politique de financement et de l'espace discrétionnaire semblent corrélées. Ceci permet de déduire une proposition théorique concernant la stabilité structurelle en relation avec la politique de financement.

Proposition 5 : Une grande continuité de la politique de financement coïncide avec un degré de stabilité élevé des structures de GE.

Cette proposition est plus superficielle que les précédentes, dans la mesure où elle concerne de simples co-occurences plutôt que des causalités. Elle n'approfondit donc pas la connaissance les processus qui sous-tendent la dynamique des structures de GE. Ce n'est pas la nature du lien causal, mais plutôt son intensité qui est en jeu ici. L'intérêt d'une telle proposition réside dans une prise en compte de la stabilité structurelle indépendamment du caractère précis des mécanismes de GE à l'oeuvre. Ainsi pouvons-nous supposer une relation entre la variabilité (en tant que telle) du GE et l'espace discrétionnaire du dirigeant. Intuitivement, il semble probable que des variations fréquentes des contraintes imposées au dirigeant affaiblissent la force réelle de ces mêmes contraintes[209]. L'autonomie (financière) du manager est susceptible d'en profiter, sous condition que ce dernier réussisse à donner de lui-même une image de créateur de rentes.

La proposition 5 souligne le caractère dynamique des phénomènes du GE. Elle concerne ainsi la dimension longitudinale de notre problématique de recherche. En même

[208] Rappelons à ce sujet que certains choix financiers précèdent théoriquement un changement du GE, alors que dans d'autres cas, une modification de la latitude managériale peut être antérieure à certains choix de financement. Par ailleurs, la variation du GE et de la politique de financement peut aussi s'opérer simultanément. C'est pour ces raisons que nous parlons d'un lien dynamique.

[209] Cette remarque semble pertinente, du moins concernant les activités du dirigeant dont l'asymétrie informationnelle diminue avec le temps. Ainsi, la durée de la relation entre contrôleur et contrôlé est positivement corrélée avec une réduction de la marge discrétionnaire.

temps, la plus ou moins grande stabilité dans le temps des structures de GE est susceptible de donner un éclairage sur la dimension transversale. Autrement dit, la plus grande continuité de la politique de financement d'une entreprise A, comparée à une autre firme, devrait coïncider avec une stabilité plus importante de l'environnement institutionnel structurant l'espace discrétionnaire du dirigeant de A. Ce dernier apparaît donc relativement peu actif dans la gestion de sa propre latitude managériale. En ce sens, il est plus gestionnaire qu'entrepreneur organisationnel.

4.2.4. Structures de GE et schéma mental partagé

Le schéma mental individuel du dirigeant conditionne sa volonté stratégique de modifier activement les structures de GE qui délimitent son espace d'action concret. Dans ce contexte, la politique de financement est un levier important, car elle confère au manager les moyens de mettre en œuvre sa stratégie personnelle. Au delà de la disponibilité de financements, l'implémentation d'un changement du GE peut se heurter à une autre limite. En effet, plus l'ampleur du changement anticipé est importante, plus le nombre de *stakeholders* concernés est *a priori* élevé. Dans ce contexte, certains partenaires de la firme sont susceptibles de percevoir une modification des structures de GE comme une menace de leurs intérêts, qui sont légitimés par le schéma mental partagé.

A ce sujet, il ne paraît pas inutile de rappeler que certains présupposés idéologiques revêtent un caractère tacite. Ils font ainsi partie de ce que Roberts et Greenwood (1997) appellent des contraintes institutionnelles préconscientes. L'inertie qui caractérise l'évolution des présupposés implicites est une cause importante de la dépendance des structures institutionnelles, et *a fortiori* des structures de GE, de leur trajectoire historique. L'enracinement profond du noyau idéologique d'un schéma mental partagé dans les comportements des acteurs conduit North (1994) à questionner la nature véritablement révolutionnaire de la plupart des révolutions. Ce qui fait la singularité de l'entrepreneur est sa capacité à imaginer des solutions nouvelles, dépassant le cadre contraignant des habitudes traditionnelles. Dans ce contexte, la mise en application de l'intention d'un changement structurel par le dirigeant, entrepreneur organisationnel, ne dépend pas seulement de la politique de financement, mais aussi de l'écart du changement proposé par rapport à l'idéologie dominante. Hirsch et Lounsbury (1996) nous enseignent, en effet, que l'action

intentionnelle peut se heurter à l'inertie institutionnelle[210]. Cette inertie n'exclut cependant pas absolument tout changement. Au contraire, une évolution structurelle reste possible, mais est vraisemblablement modérée dans son ampleur. Par conséquent, il est possible de représenter le schéma mental partagé comme une force qui attire les changements des structures de GE vers leur trajectoire historique. L'échec de la tentative d'OPA hostile de Krupp sur Thyssen illustre ce point. En effet, le mécanisme des prises de contrôle hostiles constitue toujours une sorte de tabou en Allemagne, puisqu'il est supposé nuire au consensus social, profondément inscrit dans la culture économique outre-Rhin. Ainsi, la fusion amicale donnant naissance au groupe Thyssen Krupp paraît plus en accord avec le schéma allemand traditionnel.

Proposition 6 : Le schéma mental partagé a une influence modératrice sur l'ampleur du changement des structures de GE. De cette manière, il s'oppose au ruptures brutales en faveur d'un changement graduel.

Cette proposition concerne une relation qui se situe à l'interface entre les niveaux local et global. En effet, les divers groupes de *stakeholders* d'une firme particulière peuvent se servir de l'idéologie dominante, qui relève du niveau global, afin de poursuivre leurs intérêts personnels. Le schéma mental partagé est ainsi utilisé comme support de communication dans la justification des intérêts qui vont à contre-courant de la stratégie du dirigeant.

4.3. GE, financement et tradition nationale – le cadre englobant

Les propositions précédentes concernent avant tout le niveau local, c'est-à-dire celui des structures de GE en relation avec la politique de financement menée par le dirigeant. Il est vraisemblable que l'influence managériale, qui agit au centre du nœud de contrats, est la plus forte à ce niveau. Cependant, il ne faut pas oublier que les structures délimitant l'espace discrétionnaire précis de chaque dirigeant interagissent avec le cadre institutionnel plus large. C'est là un des enseignements principaux du concept d'efficience contrainte de Roberts et Greenwood (1997). Ainsi, l'environnement institutionnel englobant impose un ensemble de limites en termes de choix structurels. De l'autre côté, les choix innovants agissent à leur tour sur le contexte plus large, par un effet de rétroaction. Dans ce contexte, l'observation du succès de la mise en place de structures nouvelles permet la légitimation de telles structures

[210] Cf. Hirsch et Lounsbury (1996), p. 880.

et, par la suite, leur institutionnalisation[211]. La légitimation, qui signifie l'intégration d'une nouvelle pratique au sein du schéma mental partagé, trouve en effet son origine dans la perception d'un gain d'efficience.

Il apparaît, donc, que les systèmes de GE de différents pays, dans lesquels s'inscrivent les structures locales, évoluent au cours du temps comme l'expliquent les travaux de North. Comme exemple de l'évolution institutionnelle dans le domaine financier, nous pouvons citer l'importance croissante de l'appel au marché financier en France depuis le milieu des années 1980. Ce mouvement contribue en effet à une réévaluation (idéologique) du statut de l'actionnaire, ainsi qu'à la légitimation des protections dont il dispose. Rappelons que North identifie les entrepreneurs organisationnels comme le moteur du changement, et que le dirigeant de la grande entreprise n'est pas le seul entrepreneur possible. C'est pour cette raison que l'influence managériale sur le changement du système de GE n'est que partielle. Ainsi, l'important développement du marché financier en France est en grande partie le résultat d'une politique volontariste des pouvoirs publics et ne relève pas de l'initiative d'une seule entreprise. Cet exemple montre qu'une explication approfondie du changement des systèmes de GE nationaux dépasse le cadre du présent travail de recherche. Par conséquent, nous nous contentons d'esquisser seulement certains aspects de ce processus, dans la mesure où ceux-ci sont directement liés à la politique de financement.

Ainsi, même si l'identification minutieuse des causes multiples du changement d'un système de GE paraît ambitieuse, il n'en reste pas moins que le système, tel qu'il se présente à un instant donné, conditionne les choix du dirigeant. Par conséquent, la compréhension du lien entre structures de GE et politique de financement ne peut pas faire abstraction des « paramètres » pertinents du système englobant. La contextualisation de l'espace d'action concret du dirigeant se fait donc à deux niveaux, inextricablement liés, à savoir le niveau systémique (global) et le niveau structurel (local). Le niveau du système de GE englobant contribue, en effet, à façonner l'espace discrétionnaire du dirigeant.

Concernant le système de GE, l'analyse de North permet d'identifier le schéma mental partagé comme l'origine des règles institutionnelles (4.3.1.). Pour notre problématique de recherche, le schéma mental partagé est d'intérêt, dans la mesure où il concerne les questions de création et de répartition de rentes. Ce choix méthodologique s'explique principalement

[211] Cf. Roberts et Greenwood (1997), p. 362.

par la question de recherche, qui concerne presque exclusivement la relation entre politique de financement et GE. Dans ce contexte, le système de GE national peut être représenté comme définissant le répertoire des choix financiers dont dispose potentiellement le dirigeant dans un pays donné (4.3.2.).

4.3.1. Schémas mentaux partagés et systèmes de GE

Selon l'étude de Denzau et North (1994), l'idéologie est un cadre partagé de schémas mentaux de groupes d'individus. Dans le cas particulier du GE, ces groupes sont constitués de l'ensemble des *stakeholders* intervenant dans la vie des entreprises d'un pays. Notons à ce sujet que, vue la définition du GE comme délimitant la latitude managériale concernant la manipulation des divers intérêts financiers, le cadre pertinent concernant une entreprise donnée est celui qui contraint concrètement les actions de son dirigeant par rapport à la répartition de rentes. Dans ce contexte, le critère du pays dans lequel se trouve le siège social de la firme semble pertinent, dans la mesure où les règles du droit national des sociétés conditionnent un certain nombre de choix concernant les structures d'incitation et de contrôle. Ajoutons cependant que le recours croissant au financement sur les marchés des capitaux globalisés de la part des grandes entreprises, qu'elles soient françaises ou allemandes, entraîne vraisemblablement un affaiblissement de la pertinence du critère de l'environnement national. Ainsi, la place de cotation, qui peut se trouver en dehors du pays où se trouve le siège social, impose également un certain nombre de limites au comportement du dirigeant[212].

Concernant l'influence du système de GE sur la politique de financement, nous limitons notre étude volontairement au cadre institutionnel national. Au préalable, il semble cependant important de faire quelques remarques concernant la pertinence des frontières nationales en termes de GE. Ainsi, le développement des multinationales nous oblige à poser la question d'un éventuel affaiblissement de certaines contraintes institutionnelles du pays d'origine. A ce sujet, on note qu'une multinationale est capable de se financer auprès de banques de nationalités différentes. En matière de politique de financement, la latitude managériale s'en trouve potentiellement élargie. Dans ce contexte, le dirigeant est conduit à effectuer son arbitrage en termes de création et d'appropriation de rentes en fonction de l'apport et des exigences des investisseurs potentiels de différents pays. Ces derniers

[212] La cotation de l'action Daimler Benz sur le New York Stock Exchange est un exemple qui va dans ce sens. Ainsi, avant la cotation, Daimler Benz a dû prendre un certain nombre de mesures afin de se conformer aux règles de la place, notamment en matière de référentiel comptable.

détiennent probablement des schémas mentaux différents. Nous constatons ainsi que le franchissement des frontières nationales contribue potentiellement au processus d'évolution des systèmes de GE. L'étude approfondie de cette question complexifie cependant la problématique. Pour cette raison, nous privilégions l'exploration de la relation entre GE et financement dans le cas des entreprises profondément enracinées dans l'histoire industrielle de leur pays. Il est vraisemblable que, pour ces dernières, les systèmes nationaux de GE continuent à jouer un rôle important.

Ceci est cohérent avec un certain nombre de comparaisons internationales[213], qui montrent que l'environnement institutionnel du pays dans lequel évolue la firme reste une contrainte majeure. La structuration du système de GE d'un pays résulte de l'institutionnalisation du schéma mental partagé. Ainsi, selon Denzau et North (1994), les institutions sont le reflet des schémas mentaux. Dans la mesure où ces derniers contiennent une dimension normative concernant la façon dont l'environnement devrait être structuré, ils conditionnent certaines activités réglementaires. De plus, l'idéologie dominante, sous forme de contrainte institutionnelle préconsciente, limite aussi directement certains choix.

Or, le schéma mental partagé, résultat dynamique d'un processus d'apprentissage, change au cours du temps. Ainsi, certaines représentations individuelles sont susceptibles de gagner une légitimité croissante suite à la démonstration du succès de l'application de leurs idées fondamentales. Autrement dit, si un entrepreneur organisationnel réussit à mettre en œuvre sa stratégie d'un changement des structures de GE et si cette réalisation s'avère être un succès par rapport à la création de rentes, d'autres dirigeants percevront l'opportunité de création et d'appropriation de rentes et seront incités à imiter la stratégie. Il est vraisemblable qu'au cours de ce processus, le schéma mental individuel de l'entrepreneur organisationnel sera partagé par un nombre croissant d'acteurs. A terme, le schéma mental partagé sera modifié. Le caractère de ces modifications est cependant incrémental.

Ainsi, les changements de l'idéologie dominante ne constituent pas une rupture brutale avec l'héritage socio-culturel d'un pays donné, mais sont caractérisés par la dépendance de leur trajectoire historique. Ceci explique l'influence que la tradition nationale – ou le concept national de la firme, pour reprendre la terminologie de Yoshimori (1995) – continue à exercer sur les contraintes perçues par le dirigeant. Au cours du temps, certains tabous justifiés par les

[213] Cf. par exemple Berglöf (1990), (1997) et Franks et Mayer (1990), (1997).

structures mentales traditionnelles vont néanmoins s'affaiblir comme une conséquence de l'action des entrepreneurs organisationnels. La légitimation croissante de certains mécanismes de GE, qui se fait grâce à l'évolution du schéma mental partagé, contribue ainsi à une banalisation de l'adoption de ces mécanismes. Par conséquent, le répertoire des mécanismes d'incitation et de contrôle qui est défini par le système de GE subit des modifications au cours du temps. L'institutionnalisation de ces modifications passe par leur légitimation au sein du schéma mental partagé, d'où la proposition 7.

Proposition 7 : Les systèmes de GE sont dynamiques. Ils changent en fonction de l'évolution des schémas mentaux partagés.

4.3.2. Système de GE national et répertoire des choix de financement

Le cœur de notre problématique concerne les relations entre structures de GE et politique de financement de la firme. Mais, le contexte local n'existe pas indépendamment du système englobant. Ainsi, le système de GE d'un pays contribue à la structuration de l'espace discrétionnaire du dirigeant. La question que nous tentons d'explorer dans la présente sous-section est de savoir dans quelle mesure le système de GE agit sur le périmètre d'action du dirigeant d'une firme en matière de politique de financement.

L'étude de La Porta et al. (1997) nous montre que les règles du jeu qui façonnent le système de GE confèrent des garanties à différentes catégories d'investisseurs. En fonction de ces garanties, les divers bailleurs de fonds sont plus ou moins incités à contribuer au financement des firmes opérant à l'intérieur du cadre réglementaire. La facilité avec laquelle une entreprise accède à différentes sources de financement en dépend. L'analyse de Berglöf (1990) renforce le point de vue selon lequel systèmes de GE et possibilités de financement sont liés. L'auteur propose, en effet, une typologie de plusieurs systèmes financiers et établit un lien entre chaque type et les systèmes de contrôle. Rappelons cependant qu'il n'y a pas de déterminisme structurel parfait concernant la politique financière menée par un dirigeant. Par conséquent, le système de GE d'un pays n'induit pas une politique de financement précise de manière quasi-automatique de la part des entreprises opérant en son sein. Au contraire, il semble judicieux de se représenter le système de GE plutôt comme définissant un ensemble de relations financières possibles. Afin d'illustrer ce propos, nous pouvons citer l'analyse que

fait Aoki (1995) du rôle de la banque de référence (*main bank*) dans le système de GE japonais[214]. Ainsi, l'apport de la banque principale au processus de création de valeur peut être variable. Les éléments potentiels sont (1) la gestion des comptes de paiement, (2) la participation de la banque en tant qu'actionnaire principal, (3) l'accompagnement des émissions d'obligations, (4) l'attribution d'un prêt majeur et (5) la mise à disposition d'informations et de capital managérial. Par la suite, Aoki (1995) explique que l'utilisation effective de ces différents éléments par une firme dépend de la création de valeur[215] de cette dernière. Par conséquent, l'existence de la banque principale au sein du système de GE japonais n'implique pas que toutes les entreprises ont systématiquement recours aux mêmes financements. Le système de GE désigne, donc, des relations financières potentielles sans pour autant imposer leur utilisation. Notons cependant que, bien qu'il n y ait pas automatisme dans les choix de financement, l'environnement institutionnel est à la base d'un certain nombre de régularités, comme le montrent les statistiques nationales citées en introduction. L'observation de régularités ne permet cependant pas de conclure à un déterminisme structurel parfait. En fait, dans certains cas, les régularités au niveau de la politique de financement ne correspondent pas à ce qu'on pourrait attendre au vu des aspects du système de GE national les plus étudiés.

Nous voyons ainsi qu'il faut se méfier de conclusions hâtives concernant les conséquences d'un système de GE en termes de politique de financement. Le travail empirique effectué par Edwards et Fischer (1994) semble, par exemple, indiquer que l'idée reçue, selon laquelle les entreprises allemandes se financeraient de manière privilégiée par dette bancaire, manque de preuves[216]. Ceci n'exclut pas pour autant que la dette bancaire constitue une source de financement potentielle pour les entreprises allemandes. Ces dernières ont, au contraire, le choix entre divers moyens de financement, dont la dette bancaire. La poursuite d'une politique de financement particulière ne découle cependant pas exclusivement des caractéristiques du système de GE, mais relève de la latitude managériale que ce système contribue à délimiter[217].

[214] Cf. Aoki (1995, p. 91).
[215] En fait, Aoki (1995, p. 91) utilise le terme « wealth position ».

[216] Cf. Edwards et Fischer (1994), p. 69, 93.
[217] Notons également que la conjoncture économique n'est probablement pas neutre en matière de politique de financement.

Comme le système de GE influe sur la disponibilité de différents types de financement, il est vraisemblable que son évolution a un impact sur le répertoire de la politique de financement des entreprises d'un pays. Ceci justifie la proposition 8.

Proposition 8 : Le changement d'un système de GE entraîne une modification du périmètre des possibilités de financement.

Ainsi, il apparaît que le répertoire des choix de financement n'est pas figé, ce qui confère aux dirigeants la latitude de poursuivre leur stratégie personnelle. L'important développement du marché des capitaux en France au cours des années 1980 est un parfait exemple d'un changement du périmètre des sources de financement. Un tel changement de périmètre est susceptible d'influencer l'étendue de la latitude managériale. Nous avons en effet montré auparavant que la politique de financement est un levier puissant pour la mise en œuvre de la volonté stratégique du dirigeant. Au niveau local et dans certaines circonstances, le financement constitue donc une variable intermédiaire dans le changement des structures de GE. Si la recherche de nouvelles sources financières s'étend à un nombre croissant d'entreprises, il est vraisemblable que les nouvelles routines en matière de politique de financement aient des répercussions sur le système de GE englobant. L'importance grandissante du recours au financement sur le marché boursier, telle que rapportée par exemple par Edwards et Fischer (1994) pour le cas de l'Allemagne[218], renforce probablement les mécanismes de GE spontanés, qui relèvent d'une logique de marché. L'utilisation systématique de certains types de financement est donc susceptible d'influencer l'évolution du système de GE. Les arguments précédents permettent de déduire la proposition 9.

Proposition 9 : Le recours croissant des entreprises d'un pays à un certain type de financement est une cause du changement de contenu du répertoire des mécanismes de GE constituant le système de GE.

Les causes du changement des systèmes de GE sont cependant multiples, et la politique de financement n'est qu'une variable parmi d'autres. La complexité des mécanismes à l'oeuvre rend difficile, sinon impossible, leur traitement exhaustif[219]. Dans ce contexte, le

[218] Edwards et Fischer (1994) constatent une augmentation significative du nombre d'introductions en bourse pendant les années 1980 (cf. p. 121).
[219] Rappelons qu'un tel traitement n'est pas l'objectif du présent travail, qui se caractérise par la recherche d'une modélisation suffisamment plausible pour expliquer la politique de financement dans différents contextes institutionnels.

passage du niveau local au niveau global introduit un degré de complexité supplémentaire. Compte tenu de la faible connaissance, dont nous disposons à l'heure actuelle, concernant les divers mécanismes à l'oeuvre dans le processus du changement des systèmes de GE de différents pays, les prévisions de leur évolution future relèvent de la spéculation. Au mieux, à l'instar de Aoki (1995)[220], il est possible d'imaginer différents scénarios plausibles, que nous citons afin d'illustrer les enjeux d'une meilleure compréhension de la dynamique des systèmes nationaux. Ainsi, sont envisageables (1) une convergence des attributs financiers des différents systèmes, (2) une déstabilisation des systèmes existants par leur interpénétration, (3) la domination des attributs d'un système particulier ou (4) la convergence des systèmes vers une forme hybride.

Conclusion du chapitre 2

A la fin du premier chapitre, nous constatons qu'une meilleure compréhension du lien entre GE et politique de financement nécessite l'abandon d'une vision statique ainsi que l'intégration du contexte institutionnel. Par conséquent, le chapitre 2 est consacré à la présentation d'un cadre conceptuel tenant compte de la dynamique des différents systèmes de GE, à l'intérieur desquels se développent les stratégies des dirigeants. Ces derniers sont désormais des acteurs à part entière et non pas de simples relais passifs pour l'exécution quasi-automatique des choix financiers, qui seraient définis par le contexte structurel. Au contraire, le dirigeant, entrepreneur organisationnel, est supposé être capable de se servir de la politique de financement afin de mettre en œuvre une stratégie visant la modification des structures de GE qui contraignent son espace discrétionnaire.

Comme les approches de la théorie de l'agence et des coûts de transaction, notre cadre conceptuel s'appuie sur le concept d'efficience contrainte, mais va plus loin dans l'étude de ses implications pour les processus d'ajustement. Ce concept possède l'avantage de permettre l'explication de l'existence et de la persistance de structures de GE relativement plus

[220] Cf. p. 103-104.

inefficientes que d'autres. Un exemple de telles inefficiences sont les coûts d'influence, qui émanent d'un comportement de recherche de rentes non productif.

Le moteur principal du changement institutionnel est supposé être l'entrepreneur organisationnel, qui doit arbitrer entre les opportunités qui lui sont offertes par les structures existantes et celles qui découlent d'un changement structurel. Par rapport aux mécanismes de GE, le schéma mental du dirigeant conditionne sa perception des opportunités de création et d'appropriation de rentes. Elles dépendent, entre autres, des relations qu'entretient la firme avec ses différents bailleurs de fonds. Cette remarque touche, en effet, au cœur des relations entre GE et politique de financement. En ce sens, la contribution d'investisseurs potentiels au processus de création de valeur dépend des mécanismes de sauvegarde de leurs intérêts. Dans ce contexte, la légitimité perçue des intérêts des divers partenaires de la firme, qui conditionne les exigences de ces derniers, est étroitement liée au schéma mental partagé. Les structures de GE sont les contraintes de la latitude managériale, visant à aligner le comportement du dirigeant avec les intérêts des investisseurs, leur assurant une rentabilité jugée satisfaisante. Le GE influe donc sur la disponibilité de différents types de financement. Mais, tout en étant contrainte par les mécanismes de GE, la politique de financement est aussi un levier d'action pour le dirigeant au niveau de la réalisation de sa stratégie personnelle. Dans la mesure où cette dernière vise une évolution des structures de GE, le dirigeant joue le rôle de l'entrepreneur organisationnel. La dépendance des systèmes de GE vis à vis de leur trajectoire historique, qui s'explique partiellement par l'inertie des schémas mentaux partagés, s'oppose cependant à des modifications structurelles s'écartant trop des routines traditionnelles. L'évolution du GE s'effectue donc de façon graduelle.

Le cadre théorique que nous présentons est très général et nécessite d'être mis en contexte. Plutôt que de permettre la formulation d'hypothèses discriminantes, à la base d'une démarche hypothético-déductive au sens strict, la grille théorique débouche sur un certain nombre de propositions heuristiques. Ces dernières sont le point de départ de l'exploration des liens entre GE et politique de financement dans deux environnements institutionnels spécifiques, celui de la France et celui de l'Allemagne. Ainsi, l'explication des processus réels nécessite la contextualisation des concepts que nous avons présentés d'une manière très générale. Par conséquent, l'application du cadre conceptuel à des cas particuliers apparaît comme le moyen privilégié pour une démonstration de la plausibilité des relations théoriques. Ceci sera l'objectif de la partie suivante.

SECONDE PARTIE

Gouvernement des entreprises et politique de financement des entreprises en France et en Allemagne : Les cas d'Usinor et de Thyssen

Chapitre 3 : Gouvernement des entreprises et politique de financement- Questions de méthodologie

La complexité des relations entre les divers niveaux de GE et la politique de financement ainsi que la nature dynamique de ces relations compliquent la nécessaire confrontation de la grille théorique avec les faits. Par ailleurs, les schémas mentaux des dirigeants jouent un rôle significatif au sein du cadre conceptuel. Or, ce facteur important, de par sa nature qualitative, s'avère difficilement quantifiable, d'autant plus que son contenu est susceptible d'évoluer. Ce problème est amplifié par l'hypothèse de la rationalité procédurale, qui complique singulièrement la prévision – mais pas forcément la compréhension – du comportement des acteurs et, *a fortiori*, de celui des entrepreneurs. En effet, bien que nous supposions globalement que les partenaires de la firme, en négociant les structures de GE, sont à la recherche d'un accroissement de la rente[221], la cohérence de leur comportement avec ce critère conduit potentiellement à une multitude de solutions. La raison pour cela réside dans l'impossibilité de concevoir un équilibre unique qui soit indépendant du contexte institutionnel. Nous avons vu que ce constat peut être déduit directement du principe d'efficience contrainte. Compte tenu de ce fait, la recherche d'un gain d'efficience (et de son appropriation) s'opère en fonction des schémas mentaux individuels et subjectifs. Ce processus conduit potentiellement à des équilibres multiples, dont l'efficience relative sera appréciée *ex post* dans la sélection des formes efficientes au second degré. Dans ce contexte, l'explication évolutionniste des processus d'ajustement oblige à la prise en compte d'un horizon temporel relativement étendu. Ainsi, comme l'effet de la pression sélective, l'apprentissage adaptatif entraînant une modification des schémas mentaux n'est pas instantané. Pour ces raisons, nous avons choisi de procéder à une approche empirique par deux études de cas. Ces dernières sont analysées sur un horizon temporel relativement long d'une dizaine d'années, afin de mieux tenir compte des exigences méthodologiques implicites dans une approche supposant l'efficience contrainte.

Comme une telle démarche n'est pas très répandue dans la recherche sur les choix de financement, notre choix méthodologique nécessite un certain nombre d'explications. Dans ce

[221] Nous considérons qu'il s'agit là d'une hypothèse comportementale *acceptable* au sens de Boudon (1999, notamment les pages 349-385). Cet auteur montre qu'une théorie scientifique comporte généralement des éléments non directement observables. Dans ce contexte, l'acceptabilité d'une théorie contenant de tels éléments, outre la cohérence de ses prédictions avec les faits, dépend également de l'acceptabilité du contenu de ses hypothèses non observables. Autrement dit, il faut que ces hypothèses – simples, dans le meilleur des cas – soient capables d'expliquer un grand nombre de phénomènes.

but, nous allons d'abord nous interroger sur le statut épistémologique de la méthode des cas en finance organisationnelle (section 1). Il s'agit, en effet, de savoir à quel type de connaissance concernant la politique de financement nous pouvons espérer accéder grâce aux résultats des études de cas. Ces dernières ont été utilisées dans diverses disciplines, et il existe désormais un certain nombre de tentatives pour apprécier la validité scientifique des données et de leurs interprétations. En effet, dans la deuxième section nous montrons que la rigueur scientifique n'est pas une qualité exclusive conférée par les tests statistiques. Nous rappelons également que nous avons choisi la méthode des cas en raison de ses avantages en termes d'observation du fonctionnement des processus d'ajustement. Dans la section 3, nous verrons qu'une approche processuelle implique des exigences particulières en matière d'analyse des données. Dans la dernière section du présent chapitre, enfin, nous allons décrire en détail la démarche de collecte et d'analyse des données (majoritairement qualitatives), que nous avons suivie pour obtenir des résultats à partir des cas Usinor et Thyssen. Cette documentation, ainsi que la base de données (qualitatives) contenue dans l'annexe, permettent d'exposer nos résultats à un examen critique par d'autres chercheurs. Par ailleurs, la description de la démarche empirique est susceptible de permettre une réplication ultérieure de nos résultats sur d'autres cas.

Section 1 : Vertus et limites de l'étude de cas pour la recherche en finance organisationnelle

Le choix de la méthode des cas se justifie par rapport à sa pertinence concernant le problème étudié. Un des avantages de l'étude approfondie de quelques cas particuliers est sa capacité à intégrer un grand nombre d'informations, souvent de nature qualitative. Ceci rend la démarche particulièrement appropriée pour étudier des phénomènes complexes comme l'interaction entre GE et politique de financement. Par ailleurs, l'étude de cas se prête à la prise en compte de phénomènes dynamiques sur le long terme. Cela est cohérent avec le cadre conceptuel que nous présentons. Il souligne en effet l'importance de la dimension temporelle. Par ailleurs, les résultats issus d'un nombre de cas restreint ont une portée limitée. Il est, en effet, impossible de généraliser à partir d'un exemple particulier. La disponibilité d'un nombre limité d'observations ne devrait cependant pas constituer un obstacle au développement d'une théorie. Au contraire, en resituant notre démarche par rapport au processus scientifique plus globalement (1.1.), nous montrons que les études de cas

particuliers remplissent potentiellement la fonction d'un test de la plausibilité[222]. Ce dernier doit précéder un approfondissement ultérieur de toute grille théorique. Notons, par ailleurs, que nous avons recours à un grand nombre de données qualitatives. Ainsi, il convient d'apprécier leur statut épistémologique (1.2.). Plus globalement, la démarche empirique est conçue comme une « mise à l'épreuve » de la théorie (1.3.). Par rapport à cet objectif, la « mise en récit » (cf. Stengers, 1995) semble la méthode la plus appropriée pour un cadre conceptuel qui intègre un processus évolutif[223].

1.1. Caractéristiques de la démarche scientifique et finance organisationnelle

Nous avons montré dans la première partie que la finance organisationnelle s'appuie sur un certain nombre de concepts issus de la théorie positive de l'agence. Dans un article de 1983, Michael Jensen, incontestablement un des défenseurs les plus actifs de ce courant de recherche, prend explicitement position concernant les questions méthodologiques soulevées par son approche. Cette dernière est en effet resituée par rapport au processus scientifique plus large, qui se caractérise par une interaction complexe entre théorie et faits. Ces derniers interviennent, en effet, à deux niveaux, c'est-à-dire au moment de la construction d'une théorie explicative qui doit être cohérente avec les observations de départ, et au moment du test empirique de la théorie. A l'instar de l'apprentissage adaptatif implicite dans l'hypothèse de rationalité procédurale, les théories scientifiques se développent par leur confrontation avec les observations de la réalité. Le constat d'un écart entre ce que prédit la théorie et les observations initie une boucle de rétroaction avec, comme résultat, soit l'élimination, soit l'amélioration de la théorie défaillante.

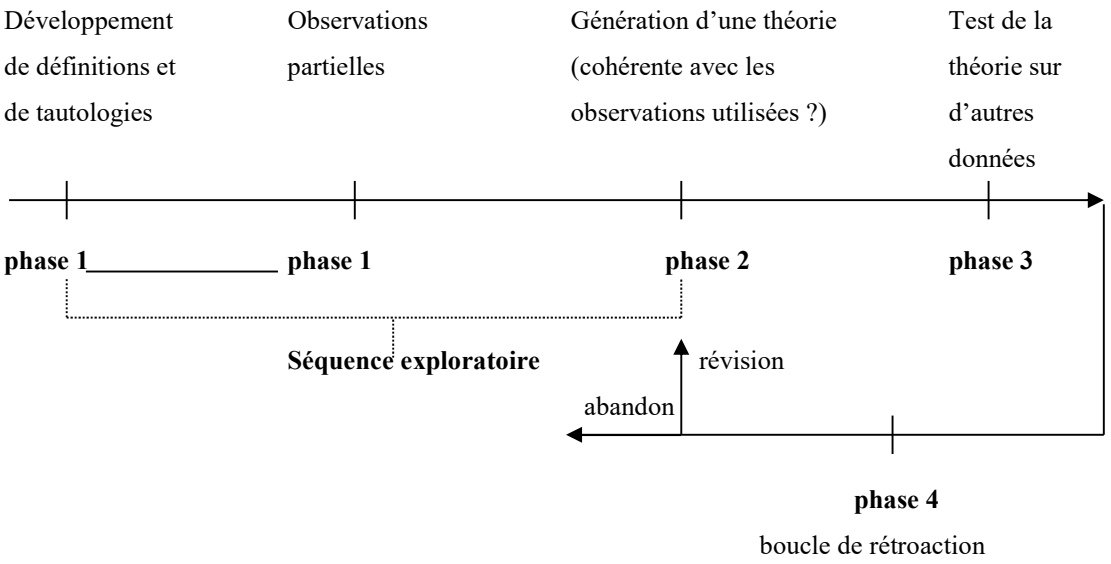
La dimension temporelle est un élément important dans la justification que propose Jensen (1983) de l'utilisation d'un certain nombre de tautologies (cf. p. 329-332). Ces dernières sont en effet des heuristiques, utiles pour la construction d'une théorie. Dans ce contexte, la science apparaît comme un processus en perpétuel mouvement, et le développement des tautologies n'est qu'une étape intermédiaire dans l'amélioration des

[222] Le chercheur se trouve alors dans une situation comparable à celle d'un enquêteur policier, lui aussi capable de recourir à l'observation d'un certain nombre d'indices « sur le terrain ». Ces indices sont plus ou moins certains, et leur interprétation doit permettre à l'enquêteur de répondre à la question suivante : quelle est l'argumentation qui permet de *comprendre* le *déroulement des événements* et d'identifier le coupable ?

[223] Stengers (1995) reprend l'analogie bien connue de l'enquête policière pour illustrer la démarche évolutionniste. Selon elle, les « histoires darwiniennes » (p. 159) « ont le style de romans policiers » (p. 160).

connaissances. La séquence fondamentale, qui caractérise l'évolution de la science selon Jensen (1983), peut être représentée dans le schéma suivant.

Figure 10 : Notre lecture du processus scientifique selon Jensen (1983)



Jensen (1983, p. 330-331) explique qu'à l'origine de la génération d'une théorie explicative se trouve le développement d'un certain nombre de définitions. Ces dernières n'ont pas encore de valeur théorique en soi, car elles reposent sur des tautologies qui ne sont pas réfutables par nature. L'effort consacré aux définitions est cependant très utile, dans la mesure où il délimite la problématique de recherche. Par ailleurs, une théorie qui établit des relations entre des concepts rigoureusement définis peut être soumise à l'épreuve des faits, car, grâce au contenu précis et limité des concepts, l'hypothèse d'un lien particulier est réfutable. Selon Jensen (1983), ce ne sont cependant pas uniquement les définitions, mais l'étude simultanée de ces dernières et d'un certain nombre d'observations disponibles, qui conduisent au développement des propositions concernant les relations théoriques. Ainsi, la phase 1 du schéma correspond à la formulation d'une problématique, issue d'un certain nombre d'observations partielles et de tautologies heuristiques. Ce premier travail est le fondement de la génération d'une théorie explicative, qui intervient en phase 2.

Notons que cet effort de théorisation doit passer un premier test, que nous pouvons qualifier de contrôle de plausibilité. Jensen (1983, p. 331) l'exprime dans les termes suivants :

« When successful, the result is a theory that is *consistent* with the *utilized data* »[224] (nos italiques). Par conséquent, avant d'aller plus loin dans le processus scientifique, la grille théorique doit déjà passer le filtre de sa cohérence avec un certain nombre d'observations particulières. Notons, cependant, que la notion de plausibilité est plus large que celle de la seule cohérence avec les faits. Outre cette dernière, la plausibilité implique, à notre sens, également « l'acceptabilité » des hypothèses comportementales inobservables[225]. Autrement dit, le test de plausibilité doit permettre de se prononcer sur le caractère convainquant de l'explication.

Comme les phases 1 et 2 correspondent à la recherche d'un cadre théorique, qui n'est pas encore bien établi, il nous semble approprié de parler d'une séquence exploratoire. Ce n'est qu'après ce travail exploratoire, conduisant à une théorie explicative cohérente, que cette dernière est testée sur des données autres que celles, qui ont servi à sa construction. Ensuite, le résultat du test déclenche une boucle de rétroaction. Selon l'importance de l'écart entre les données empiriques et la grille théorique, cette dernière sera soit révisée, soit remplacée par une autre théorie.

Rajan et Zingales (1995) constatent que le test des hypothèses de la théorie portant sur la structure du capital donne quelques résultats encourageants. En même temps, les auteurs concluent cependant que les bases théoriques de la compréhension du choix de financement sont encore insuffisantes. Cette conclusion découle notamment de la tentative d'une application de la grille théorique à l'échelle internationale. Ceci montre que la théorie de la structure du capital, qui se fonde sur un certain nombre de concepts que nous avons résumés dans la première partie, reste à compléter. Ainsi, il semble que les résultats des tests empiriques justifient un effort de révision de la théorie plutôt que son remplacement. Notre propre travail de recherche relève de cet esprit. Ainsi, la problématique naît au niveau de la phase 4 du schéma, dans lequel nous résumons la réflexion épistémologique de Jensen (1983)[226]. Par la suite, l'essentiel de notre travail se situe dans la séquence exploratoire. Dans

[224] « *En cas de succès, le résultat est une théorie qui est cohérente avec les données utilisées* » (notre propre traduction).
[225] En effet, Boudon (1999) considère la cohérence avec les faits comme nécessaire. Seule, elle serait cependant insuffisante pour garantir la scientificité d'une théorie. Boudon (1999, p. 358) l'exprime dans les termes suivants : « on ne peut se contenter de discuter des inobservables seulement à travers leurs conséquences empiriques ».
[226] Nous citons plus particulièrement Jensen (1983), parce que sa méthodologie est conçue dans l'esprit d'une application à la théorie de l'agence. Il convient, cependant, de noter que cet auteur n'est pas le premier à avoir proposé une représentation dynamique du processus scientifique par phases, conduisant à une rétroaction des résultats empiriques sur la formulation d'une problématique de recherche. En ce sens, il reste notamment très

cet esprit, nous avons tenté une synthèse des concepts fondateurs des approches traditionnelles des liens entre structures d'incitation et de contrôle et financement. La tautologie centrale du principe d'efficience (cf. Charreaux, 1999) a fait l'objet d'une attention particulière. Dans ce contexte, le fait de mettre l'accent sur la nature contrainte de l'efficience permet un enrichissement des modèles financiers traditionnels de la théorie de l'agence. Rappelons que cet enrichissement se fait sur deux dimensions. Les travaux évolutionnistes en général, et ceux sur le changement institutionnel en particulier, permettent d'approfondir (1) notre compréhension des processus d'ajustement. Il en ressort une modélisation dynamique du lien entre GE et politique de financement. Par ailleurs, l'efficience contrainte implique (2) la nécessité d'une prise en compte explicite du contexte institutionnel. La grille théorique que nous obtenons ainsi doit, par la suite, être soumise à un premier test de validité. Il s'agit de ce que nous avons appelé plus haut le filtre de la cohérence avec un certain nombre d'observations particulières. Nos deux études de cas interviennent précisément à ce niveau. Elles constituent une première confrontation de la grille théorique avec des faits empiriques et sont conçues comme un test de la plausibilité[227] des propositions.

Les développements précédents montrent que le présent travail de recherche n'a pas la prétention d'accomplir une séquence complète de la représentation donnée du processus scientifique dans la figure 10. Nous nous focalisons, au contraire, sur une contribution à la séquence exploratoire. Des deux types de « test » de la grille théorique nous n'effectuons que le premier, qui correspond au filtre de la cohérence. De cette manière, nous espérons fournir une grille de lecture de la politique de financement, qui ne soit pas en contradiction avec les quelques observations dont nous disposons actuellement. Le résultat de ce travail devra cependant ultérieurement être soumis à des tests sur d'autres données. A l'instar des études de Dann et De Angelo (1988) et de Jenkinson et Ljungqvist (1997), il est par exemple possible d'envisager un grand nombre d'études de cas. Ainsi, la réplication de nos résultats à grande échelle correspondrait à la mise en œuvre de la phase 3. Ceci dépasse cependant le cadre de notre thèse. L'objectif de cette dernière est une contribution modeste au processus de

proche de Popper. Ce dernier, dans un texte de 1972 (édité en 1996, p. 32), par exemple, propose également un schéma en quatre étapes.

[227] Nous parlons ici de plausibilité, car, au delà de la validité des propositions ayant un contenu empiriquement testable, nous nous intéressons également à la question de savoir, si l'hypothèse évolutionniste et le motif de création et d'appropriation de rentes, qui sont difficiles à observer directement, conduisent à une explication convainquante. Les sous-sections 1.2.3. et 2.2.3.2. du chapitre 5 du présent travail sont notamment consacrées à ces questions.

développement théorique plus large. « This is a continuing process, of course, and takes place over a series of studies and papers »[228] pour citer Jensen (1983, p. 331).

1.2. La nature des données

La métaphore du nœud de contrats, qui est associée à la théorie de l'agence, a des implications méthodologiques importantes. En effet, certaines propositions théoriques qui s'appuient sur cette approche peuvent difficilement être traduites en relations chiffrées. Ainsi, les données disponibles pour tester la théorie sont souvent qualitatives. Jensen (1983, p. 332) considère que « *par leur nature, beaucoup de ces données institutionnelles ne peuvent pas être résumées par des mesures utilisant des nombres réels* »[229] (notre propre traduction). Selon le même auteur, il ne s'agit cependant pas d'une raison suffisante pour rejeter les données qualitatives, sous le seul prétexte que leur traitement statistique s'avère impossible. Au contraire, les données institutionnelles doivent également être considérées comme des faits empiriques (cf. Jensen, 1983 p. 333). Comme tels, ils peuvent servir à tester une théorie. En effet, selon Jensen (1983, p. 332) une nouvelle grille théorique est seulement digne d'être approfondie, si elle n'affiche pas des écarts trop larges par rapport aux observations qualitatives disponibles. Par conséquent, le rôle des données non numériques apparaît comme particulièrement fort au niveau du test de cohérence de la séquence exploratoire. Plus généralement, le critère de sélection des données doit être leur pertinence par rapport au sujet étudié, et non pas l'aisance avec laquelle peuvent être appliquées des méthodes statistiques. La citation suivante souligne ce point. « [...] it is unwise to ignore important institutional evidence while paying great attention to unimportant quantitative evidence simply because its dimensions are more familiar »[230] (Jensen, 1983, p. 333). Ceci ne veut pas dire qu'il faille s'abstenir de chercher à rassembler du matériel empirique quantitatif. Seulement, il ne faut pas abandonner un courant de recherche, *a priori* prometteur, parce que, actuellement, on ne dispose pas de mesures numériques des variables.

Aussi, ne faut-il pas céder à l'illusion que toute variable quantitative constitue une « bonne mesure » des concepts étudiés. Ainsi, dans leur article concernant la structure de

[228] « *C'est évidemment un processus continu, et qui implique toute une série d'études et de papiers* » (notre propre traduction).
[229] « By its nature, much of this institutional evidence cannot be summarized by measures using real numbers. »
[230] « *[...] il n'est pas sage d'ignorer des données institutionnelles importantes, tout en focalisant l'attention sur des données quantitatives peu importantes, uniquement parce que leurs dimensions nous sommes plus familières* » (notre propre traduction).

financement des entreprises, Rajan et Zingales (1995, p. 1454) font remarquer « *qu'au mieux, la relation entre les théories et les proxies empiriques[mesures numériques approximatives] est faible* »[231] (notre propre traduction). Cette remarque concerne directement les tests empiriques des hypothèses issues de la théorie de la structure de financement. Ainsi, il apparaît que la finance organisationnelle est susceptible de profiter de la prise en compte de données qualitatives, non pas pour remplacer, mais pour compléter le travail scientifique fait sur les données quantitatives disponibles.

L'intérêt de recourir à des données qualitatives dans la recherche en finance a déjà inspiré un certain nombre d'études. A titre d'illustration, nous citons ici seulement trois exemples. Ainsi, Dann et De Angelo (1988) s'appuient sur une trentaine d'études de cas, afin de tester les implications d'une défense anti-OPA en termes de politique financière. Ces cas, outre un certain nombre d'informations quantitatives, contiennent le récit de la stratégie défensive mise en œuvre par le dirigeant. L'étude de Jenkinson et Ljungqvist (1997) concerne un des aspects du GE en Allemagne, à savoir les particularités du marché du contrôle. L'appréciation de la stratégie des acteurs impliqués est en grande partie qualitative. Dans ce contexte, les auteurs approfondissent l'étude de 17 cas grâce aux informations extraites de la presse. De Angelo et De Angelo (1998), enfin, font l'étude approfondie d'un cas unique, afin d'apprécier les implications environnementales d'une prise de contrôle financée par *junk bonds* (obligations pourries). L'opinion publique rend, en effet, le financement de l'opération coupable des effets négatifs sur l'environnement. Cette interprétation des faits déclenche une vague de protestations, incitant le gouvernement fédéral à intervenir. Ceci permet aux auteurs de montrer l'influence des perceptions subjectives (et erronées) de faits économiques par le public sur les ressources d'une firme (De Angelo et De Angelo, 1998, p. 29). Certains concepts abordés dans cette étude sont difficilement quantifiables. C'est notamment le cas de la perception subjective du public des causes de la stratégie du repreneur. Compte tenu de cette spécificité, les données qualitatives issues d'une revue de la presse, qui couvre un horizon d'une dizaine d'années, constituent un élément empirique important.

1.3. Etude de cas et « mise à l'épreuve » de la grille théorique

Une étude de cas approfondie, comme celle de De Angelo et De Angelo (1998), constitue le récit d'une série d'événements resituée dans son contexte. Dans l'exemple cité,

[231] « [...] we know that the relationship between the theories and the empirical proxies is, at best, weak. »

l'analyse du cas permet aux auteurs de rejeter l'hypothèse, selon laquelle une certaine catégorie de financements serait à l'origine des problèmes environnementaux. Ainsi, ce type de récit est potentiellement capable de remplir une fonction scientifique fondamentale. En effet, selon Stengers (1995, p. 160), le trait distinctif des sciences modernes est d'« inventer les moyens de mettre en problème et en risque le pouvoir de la fiction ». Il s'agit donc de savoir si une théorie explique la réalité ou relève de la pure fiction. Or, les moyens de mise à l'épreuve sont potentiellement multiples et dépendent partiellement du caractère de la théorie en jeu. Dans son chapitre « [l]e sujet et l'objet », Stengers (1995) analyse notamment les particularités des sciences de terrain concernant les possibilités de départager les théories. Dans une théorie comme le darwinisme, où la dimension temporelle joue un rôle central, la « démarche de mise en récit » (Stengers, 1995, p. 161) s'est avérée le moyen d'une meilleure connaissance de la réalité. Cette dernière permet une mise en risque des jugements théoriques. En effet, « vérité, réalité et démarche s'engagent mutuellement dans une opération qui crée des récits là où nous comprenions par jugement » (Stengers, 1995, p. 161).

La grille théorique qui met en relation GE et politique de financement souligne la nature contingente d'un processus dynamique. Ceci justifie la pertinence des études de cas, permettant de suivre l'évolution des relations entre le dirigeant et les investisseurs sur un horizon temporel relativement étendu. Plus généralement, la mise en récit permet le suivi d'un processus qui est inséparable de son terrain, témoignant ainsi de sa contingence[232]. Cette démarche a l'avantage de générer potentiellement une multitude d'indices permettant la mise à l'épreuve d'une grille théorique complexe et dynamique. En ce sens, les indices devraient permettre de contraindre la fiction. Le danger provient cependant de l'incertitude des indices, qui peuvent également jouer en faveur de la fiction (Stengers, 1995, p. 161). Ainsi, l'étude de cas pose inévitablement le problème de l'extraction et de l'interprétation des indices pertinents. Par rapport à cette problématique, il existe cependant un certain nombre de palliatifs à une mauvaise utilisation de la multitude d'indices potentiellement disponibles. C'est la recherche systématique de telles sauvegardes qui caractérise ce qu'on qualifie couramment de « rigueur scientifique ». Ainsi, au moment du *design* d'une étude de cas, l'occasion se présente d'une invention des instruments de mise à l'épreuve de la théorie. Cette mise à l'épreuve est en effet tributaire de la validité des indices, qu'il s'agit d'assurer. Dans ce

[232] A ce sujet, il convient de préciser que seuls les *paramètres* de la grille théorique sont contingents et évoluent. La *structure causale* fondamentale, qui est supposée sous-tendre le processus, reste la même. Ainsi, le pouvoir explicatif du modèle général est indépendant de l'environnement local.

contexte, la documentation détaillée du dispositif de recherche, en créant la possibilité d'un contrôle extérieur, est un moyen de mise en risque. Le soin apporté à la conception et à la présentation d'une étude de cas apparaissent donc comme le meilleur palliatif contre les incertitudes inhérentes à la démarche de mise en récit. En ce sens, dans la prochaine section, nous allons présenter un certain nombre de « critères de qualité » au niveau du *design* de l'étude de cas.

Section 2 : La validité des données et leur analyse dans l'étude de cas

L'étude de cas possède l'avantage de présenter une grande richesse des données. Ces dernières sont d'un type potentiellement apte à nous renseigner directement sur le fonctionnement des mécanismes, plutôt que sur leurs seuls résultats. Ainsi, il est possible d'étudier des « liens opérationnels, qui doivent être suivis dans le temps » (Yin, 1994, p. 6). Afin de recueillir les informations pertinentes, il existe souvent une multitude de sources différentes. Concernant les questions de la politique de financement et du GE, nous pensons par exemple aux rapports annuels, à la presse financière, aux archives d'entreprise et à la possibilité de mener des entretiens avec différentes parties prenantes. Nous avons signalé plus haut qu'un des dangers de la recherche de terrain réside dans l'irréductible incertitude des indices. Compte tenu de ce fait, le recours à de multiples sources de données est motivé par le souci d'assurer la validité des « mesures » de nos concepts. En effet, la triangulation des données a comme objectif d'apprécier la convergence des observations (cf. Yin, 1994, p. 13). Mais, en même temps que la quantité d'informations potentiellement disponibles peut remplir la fonction d'augmenter la validité, elle pose le problème de la sélection des données pertinentes. En effet, il faut éviter de se « noyer » dans une masse d'informations, pour laquelle les capacités de traitement sont insuffisantes. C'est dans ce contexte, que la grille de lecture théorique et les propositions qui en sont issues remplissent une fonction essentielle. En effet, ces propositions constituent un guide pour la collecte et l'analyse des données. Elles permettent la réduction de la multitude d'informations *a priori* existantes[233], afin de fixer l'attention sur les seules relations pertinentes. Une fois que ces dernières ont été identifiées, il est cependant important d'obtenir toutes les données disponibles qui s'y réfèrent, et cela de la manière la plus complète possible. Il s'agit ainsi de trouver un équilibre entre sélection et

[233] Ainsi, l'observation de faits ne s'opère pas indépendamment de la problématique de recherche. Le chercheur découvre, donc, un certain nombre de faits grâce à sa réflexion théorique. Popper (1996, p. 21) considère que notre perception de la réalité est, à la base, le résultat de problèmes et des tentatives de les résoudre. « Du point de vue de l'évolution, nos sens sont le résultat de problèmes et des tentatives de les résoudre, *exactement comme nos microscopes ou nos télescopes*. » (notre traduction).

exhaustivité. Cet équilibre est déterminé par le cadre conceptuel. Autrement dit, bien qu'il faille réduire l'ensemble des informations afin d'éviter de s'écarter de la problématique de recherche, la rigueur intellectuelle exige un effort important pour restituer fidèlement tous les éléments susceptibles de confirmer ou de mettre en risque le cadre théorique.

Yin (1994, p. 10) l'exprime dans les termes suivants. « Every case study investigator must work hard to report all evidence fairly [...] »[234]. Son ouvrage de méthode est conçu pour fournir quelques outils nécessaires pour un tel travail. Dans ce contexte, la planification rigoureuse de la stratégie de recherche est cruciale. La qualité des conclusions dépend en effet en grande partie du *design* de l'étude. Ce dernier peut être défini comme « *la séquence logique qui relie les données empiriques avec les questions de recherche initiales de l'étude et, enfin, avec ses conclusions* »[235] (Yin, 1994, p. 19, notre propre traduction). En ce sens, la conception de la démarche à suivre doit répondre au problème de l'incertitude des indices évoqué plus haut. Il s'agit d'éviter que les données collectées soient incapables d'apporter des éléments de connaissance par rapport à la problématique initiale. La citation suivante souligne ce point.

> « Note that a research design is much more than a work plan. The main purpose of the design is to help to avoid the situation in which the evidence does not address the initial research questions. In this sense, a research design deals with a *logical* problem and not a *logistical* problem. »[236] (Yin, 1994, p. 20, italiques dans l'original).

Ainsi, le cadre conceptuel constitue une partie intégrante du *design* global, dont la fonction est de servir d'interface entre les propositions théoriques et l'étude de cas à proprement parler.

Afin de garantir la cohérence entre la grille de lecture théorique et la démarche empirique, la sélection des cas nécessite un soin particulier. Par rapport à cette question, il existe un critère propre à la méthode des cas, qui diffère fondamentalement d'un échantillonnage statistique. En effet, lorsqu'on se situe dans ce que nous avons appelé la « séquence exploratoire », la sélection des cas se fait par un « échantillonnage théorique »

---

[234] « *Tout chercheur utilisant les études de cas doit fournir un travail important en vue d'une restitution fidèle de l'ensemble des observations pertinentes*» (notre propre traduction).
[235] « In the most elementary sense, the design is the logical sequence that connects the empirical data to a study's initial research questions and, ultimately, to its conclusions. »
[236] « *Notons que le design de recherche est beaucoup plus qu'un plan de travail. L'objectif principal du design est d'aider à éviter une situation, dans laquelle les données n'ont pas de lien avec les questions de recherche initiales. En ce sens, un design de recherche correspond à un problème* ***logique****, et non pas à un problème* ***logistique****.* » (notre propre traduction).

(Eisenhardt, 1989, p. 537)[237]. Cela signifie que le choix obéit à des critères conceptuels et ne recherche pas obligatoirement la représentativité (cf. Miles et Huberman, 1994, p. 29). Cette manière de procéder se justifie par le fait du nombre relativement réduit de cas qu'il est possible d'étudier en profondeur. Ainsi, il apparaît raisonnable de sélectionner d'abord les cas qui sont *a priori* susceptibles de permettre une observation directe et aisée des relations examinées au niveau du cadre conceptuel. Une stratégie pouvant augmenter la visibilité des processus consiste par exemple à choisir des cas extrêmes (Eisenhardt, 1989, p. 537). Yin (1994, p. 38) indique que le choix d'un cas « critique » est un bon moyen pour mettre une grille théorique à l'épreuve. Il s'agit en effet d'un cas dont les spécificités recouvrent précisément les processus qui font l'objet des propositions. Ainsi, il s'agira d'apprécier si ces processus se déroulent effectivement de la façon attendue. Par rapport à notre problématique de recherche, qui concerne les relations dynamiques entre structures de GE et politique de financement dans différents contextes institutionnels, cela signifie la recherche d'entreprises, qui ont connu, à certains moments, des modifications importantes de leurs mécanismes de gouvernance. En effet, si nos propositions permettent d'expliquer correctement des processus réels, un changement important des conditions de GE devrait être lié à la politique de financement. Rappelons à ce sujet que le lien s'établit potentiellement selon trois modes différents. Ainsi, sur longue période, il est probable d'observer une inversion du sens de la causalité, si nos prédictions sont correctes. Une mise en cause sérieuse du cadre conceptuel résulterait par conséquent du constat que le lien entre financement et gouvernance n'est pas véritablement dynamique (c'est-à-dire qu'il change de sens), mais toujours unidirectionnel. Ces arguments, issus du cadre conceptuel, nous fournissent les critères de notre « échantillonnage théorique ». Ces critères concernent en effet l'horizon temporel des cas, qui doit être relativement étendu, ainsi que la survenance de changements majeurs au niveau des mécanismes de GE.

La sélection des cas marque la première étape de l'étude empirique. Comme pour chacune des étapes de la démarche globale (sélection des cas, collecte des données, analyse, conclusions), les raisons et la procédure de ce choix doivent être rendues aussi explicites que possible[238]. En effet, la présentation de ce que Yin (1994, p. 98) appelle une « chaîne de preuves » (*chain of evidence*) permet aux observateurs externes de contrôler la fiabilité des résultats. Dans ce contexte, il s'agit d'argumenter clairement le lien entre le cadre conceptuel,

[237] Notons que Eisenhardt (1989) emprunte cette notion à Glaser et Strauss (1967).
[238] La section 4 du présent chapitre est conçue dans cet esprit.

la collecte des données et la déduction des conclusions[239]. Ces dernières sont ainsi rendues vulnérables à la critique. Le fait d'expliciter clairement la procédure peut être considéré comme un dispositif de mise en risque au sens de Stengers (1995), car c'est l'argumentation des choix méthodologiques qui est censée indiquer le lien entre « le sujet et l'objet »[240]. Au delà de la description explicite de la procédure suivie, des références aux sources jointes aux résultats d'un cas devraient permettre d'identifier les données originales. Ceci contribue à la construction de la « chaîne de preuves », dans la mesure où on garde une trace des sources grâce auxquelles les résultats ont été obtenus. Le chercheur donne de cette façon les moyens à l'observateur externe de reconstituer la déduction des conclusions. Soumettre ainsi le lien entre le cadre conceptuel et les « faits » empiriques au contrôle critique d'un tiers augmente potentiellement la validité des indices (Yin, 1994, p. 98).

Concernant la collecte des données, nous avons indiqué plus haut que l'utilisation de sources multiples constitue une contribution à la qualité de l'étude. Selon Yin (1994, p. 91), cette variété constitue en effet une force majeure de la méthode des cas. Comme la « chaîne des preuves », la triangulation des données est un moyen d'augmenter la confiance en la validité des observations. Dans ce contexte, la convergence des analyses issues de plusieurs sources vers un même résultat renforce la crédibilité des conclusions.

Par rapport aux sources multiples, un avantage potentiel de l'étude de cas est sa capacité à faire appel à des données autres que purement quantitatives. Il existe désormais certaines tentatives pour établir des standards en matière d'analyse de données qualitatives. Le manuel de Miles et Huberman (1994) est riche d'enseignements à cet égard. Comme il n'existe cependant pas une seule méthode possible, et qu'une telle méthode est en grande partie tributaire de la problématique initiale, la documentation des choix spécifiques s'impose une fois de plus. Miles et Huberman (1994, p. 10) distinguent trois activités au niveau de l'analyse. Il s'agit en effet de la réduction des données, de leur représentation, ainsi que de la déduction des résultats. Dans ce contexte, la réduction des données implique la codification du corpus textuel. C'est-à-dire que le chercheur va associer les différentes informations repérées dans les textes à des catégories théoriques symbolisées par des codes. Nous parlerons par la suite d'une analyse formatée, lorsque les codes sont directement dérivés des concepts

[239] Là aussi, nous sommes très proches de l'enquête policière.
[240] Cette citation se réfère au chapitre 8 de l'ouvrage de Stengers (1995), dans lequel elle explique que la relation entre l'objet étudié et le sujet portant la théorie constitue le problème central des sciences modernes. C'est en effet cette relation qui confère à l'objet le potentiel d'une mise à l'épreuve de la théorie.

de la grille théorique. Dans ce cas précis, le travail du codeur consiste à repérer systématiquement toutes les informations se rapportant aux catégories théoriques étudiées au niveau du cadre conceptuel. Ceci constitue une réduction des données, dans la mesure où uniquement les informations pertinentes par rapport à la problématique initiale sont retenues[241]. Le fait de noter les codes en marge des documents analysés permet un repérage rapide pour les besoins de leur traitement ultérieur. Par la suite, la représentation (par exemple graphique) des données constitue un travail intermédiaire qui a comme objectif de constituer une aide à l'identification des liens entre les différentes catégories identifiées par les codes. Dans la section suivante, nous allons présenter un type de représentation spécifique aux études processuelles. Plus globalement, l'utilité de la réduction et de la représentation des données est qu'elles permettent de fixer, d'une manière systématique, l'attention du chercheur sur les relations empiriques entre les concepts étudiés. De ce fait, ces activités facilitent la déduction des conclusions. L'avantage d'une telle démarche réside dans son caractère systématique, ouvrant la possibilité d'une réplication des résultats par un tiers.

Les développements précédents soulignent tous l'importance de concevoir diverses instances de contrôle. Ainsi, chaque étape de l'étude de cas doit être compréhensible pour un observateur externe. Dans le même état d'esprit, Yin (1994, p. 94-98) suggère que la constitution d'une véritable base de données pour l'étude de cas est susceptible de contribuer à la qualité des conclusions. Un lecteur critique doit en effet être capable de se référer aux sources originales. Dans ce contexte, l'idée de donner directement accès aux données dépasse la simple présentation des conclusions avec quelques renvois bibliographiques. Au contraire, la fiabilité de l'étude se trouve renforcée par le développement d'une base de données complète et formalisée (Yin, 1994, p. 95). Elle doit être organisée de façon à garantir un repérage facile de l'ensemble des données pertinentes. De cette manière, l'effort consacré à la base de données contribue à l'élaboration de la « chaîne de preuves ».

Résumons un instant les critères de la fiabilité et de la validité d'une étude de cas, présentés jusqu'ici. En effet, nous avons vu que le *design* de la démarche globale contribue à une conception systématique (et logique) des liens entre les différentes étapes. Le fait de systématiser ainsi le travail rend les choix transparents pour l'observateur externe. Dans ce contexte, la sélection des cas doit être argumentée par rapport aux besoins du cadre

[241] Dans cet esprit, Yin (1994, p. 104) souligne l'utilité des propositions théoriques pour fixer l'attention au niveau de l'analyse des données.

conceptuel. Une fois les cas pertinents retenus, la collecte des données obéit à un souci de triangulation des sources. L'analyse systématique de l'ensemble des informations ainsi recueillies, à l'aide d'un schéma de codification, permettra d'extraire uniquement les données pertinentes. Leur documentation grâce à une base de données formalisée augmente les possibilités d'un contrôle externe. Enfin, une « chaîne de preuves » doit permettre de tracer, à travers toutes les étapes de l'étude, le lien entre les données initiales et les conclusions.

Une étude de cas, qui intègre ces critères de qualité, contribue à fonder une théorie empiriquement. En effet, nous avons vu qu'au niveau de la séquence exploratoire du développement d'une grille théorique, l'analyse de cas particuliers pouvait constituer un contrôle de la plausibilité. Eisenhardt (1989, p. 547) va jusqu'à dire qu'une des forces de la démarche est d'assurer que la théorie soit « empiriquement valide »[242]. Ceci signifie qu'elle est cohérente avec les faits d'au moins un cas réel. Elle est en quelque sorte enracinée dans les faits. Il convient cependant de rappeler qu'un risque majeur de la méthode des cas est le danger de se focaliser sur des phénomènes très spécifiques. Ainsi la question du niveau de généralité de la théorie se pose inévitablement. A ce sujet, Eisenhardt (1989, p. 544-545) indique une possibilité d'accroître potentiellement la portée des résultats issus d'une étude de cas. Il s'agit en effet de relier ces résultats à un débat scientifique plus large. Ainsi, la référence explicite à un champ de recherche, qui dépasse la description de phénomènes purement idiosyncratiques, et à des résultats empiriques issus antérieurement de ce champ, est susceptible de renforcer la confiance par rapport à la signification des résultats. Dans ce contexte, bien qu'il soit impossible de faire des inférences concernant une population directement à partir d'un cas particulier, le rattachement à un champ théorique nous signale le potentiel d'une généralisation ultérieure. Eisenhardt (1989, p. 544) parle de « generalizability » pour signifier le pouvoir de l'insertion dans un débat plus large à élargir la portée des résultats associés à un cas particulier. Autrement dit, la généralisation est d'abord théorique. Les arguments de Yin (1994, p. 10) vont dans le même sens, comme l'indique la citation suivante. « [...] case studies, like experiments, are generalizable to theoretical propositions and not to populations or universes »[243]. Ce type de démarche intellectuelle peut être appelé « généralisation analytique » (Yin, 1994, p. 30), par opposition à la « généralisation statistique ». Nous voyons donc que, pour une étude de cas, le rôle de la grille théorique est double. Elle focalise l'attention au moment de la collecte des données et permet

[242] Le terme utilisé dans l'original est « empirically valid ».
[243] « *[...] comme des expériences [en laboratoire], les études de cas peuvent être généralisées à des propositions théoriques, mais pas à des populations ou des univers* » (notre propre traduction).

d'élargir la portée potentielle des résultats. Yin (1994, p. 32) l'exprime dans les termes suivants. « The use of theory, in doing case studies, not only is an immense aid in defining the appropriate research design and data collection but also becomes the main vehicle for generalizing the results of the case study »[244]. Ceci est cohérent avec la représentation que donne Jensen (1983) du processus scientifique comme étant en perpétuel mouvement. Rappelons que, dans ce contexte, l'analyse des observations particulières disponibles, qui servent à l'élaboration de la grille théorique, n'est qu'une étape intermédiaire. Cette dernière doit assurer la plausibilité des *explications générales* par rapport à des *cas particuliers*. Quant à connaître le pouvoir explicatif d'une telle théorie par rapport à une population plus large, il faut passer à la phase 4 de tests supplémentaires sur d'autres cas.

En effet, la réplication des résultats sur d'autres cas est susceptible d'accroître la confiance en la pertinence des premières conclusions. Il est donc important de souligner que le processus scientifique ne s'arrête pas avec la généralisation analytique, mais que la validité de cette dernière doit être appréciée par des tests ultérieurs. En effet, au mieux, un nombre limité de cas permet d'apprécier la « validité interne »[245]. Cette expression utilisée par Yin (1994, p. 35) correspond en effet au résultat anticipé de ce que nous avons appelé plus haut le test de cohérence (ou de plausibilité). Pour le renforcement de la confiance en la « validité externe », il est indispensable de recourir à la logique de réplication (Yin, 1994, p. 36). Le fonctionnement de cette dernière est décrite par Eisenhardt (1989, p. 542) : « In replication logic, cases which confirm emergent relationships enhance confidence in the validity of the relationships. Cases which disconfirm the relationships often can provide an opportunity to refine and extend the theory »[246]. Notons à ce sujet que la réplication peut prendre des formes différentes. Elle peut être « littérale » ou « théorique » (Yin, 1994, p. 46). La première cherche en effet à reproduire exactement les mêmes résultats que l'étude précédente, alors que la deuxième vise des résultats différents, mais pour des raisons prévisibles. Une stratégie de recherche intégrant des cas multiples doit, par conséquent, tenir compte des exigences de la

[244] « *L'utilisation de la théorie en effectuant des études de cas n'est pas seulement une aide significative pour la définition d'un design de recherche et d'une collecte de données appropriés, mais devient également le vecteur principal pour la généralisation des résultats de l'étude de cas* » (notre propre traduction).

[245] Notons que la « validité interne » ne doit pas être confondue avec la « validité des indices » (ou des données ; anglais : « construct validity ») discutée plus haut. Cette dernière concerne en effet uniquement l'interprétation des données par rapport aux différentes catégories théoriques. Autrement dit, qu'est-ce qu'une information particulière permet d'inférer par rapport à un ou plusieurs des divers concepts théoriques ? La validité des indices s'intéresse ainsi uniquement à un aspect partiel du cadre conceptuel. La validité interne, au contraire, concerne la cohérence de la grille théorique dans son ensemble.

[246]« *Selon la logique de réplication, des cas qui confirment les relations émergentes augmentent la confiance en la validité des relations. Des cas qui rejettent les relations fournissent souvent une opportunité pour affiner et étendre la théorie.* » (notre propre traduction).

problématique initiale concernant le type de réplication recherché. Pour donner un exemple, une comparaison internationale, qui tente de montrer l'incidence de différents cadres institutionnels sur le comportement financier des entreprises, est susceptible de profiter d'un *design* de recherche recourant à la réplication théorique. Dans ce cas, l'analyse de la trajectoire des entreprises dans au moins deux pays différents devrait révéler des comportements différents induits par les différences de l'environnement institutionnel. L'absence d'un tel résultat signifierait que la réplication n'a pas lieu. Il s'agirait là d'une mise en cause fondamentale du cadre théorique.

A plusieurs reprises, nous avons insisté sur l'importance de la documentation explicite de la procédure suivie pour l'élaboration des études de cas. Notons qu'au delà d'un contrôle externe de la validité des indices et de la plausibilité de la grille théorique, déjà mentionné, une telle documentation facilite également le travail de réplication. Comme pour l'étude de cas il n'existe pas de théorie d'inférence communément admise, la transparence au niveau des méthodes d'analyse est, sur le plan technique, le seul moyen de juger si la réplication a eu lieu. Ainsi, la description détaillée des choix méthodologiques remplit potentiellement deux fonctions. Elle donne à d'autres chercheurs les outils pour tenter la réplication (littérale et/ou théorique) sur des cas supplémentaires, et à celui qui compare les différentes études, le support pour apprécier leur degré de convergence.

Section 3 : Les particularités d'une recherche portant sur les processus

Le principe d'efficience contrainte et l'hypothèse de rationalité procédurale, qui le sous-tend, mettent l'accent du présent travail de recherche sur les processus dynamiques. En effet, nous avons signalé plus haut qu'une des faiblesses des modèles financiers traditionnels, issus des théories de l'agence et des coûts de transaction, était de raisonner uniquement en termes de statique comparative. L'étude des processus d'ajustement conduisant d'un équilibre[247] à un autre n'est qu'à ses débuts, mais nous semble *a priori* une stratégie de recherche prometteuse pour mieux comprendre l'interaction entre GE et politique de financement. Ainsi, au niveau du cadre conceptuel, nous insistons sur le rôle central du dirigeant et sur sa logique d'acteur dans le processus de changement des structures de GE en relation avec les choix financiers. Compte tenu de ses caractéristiques propres, une telle grille

[247] Nous rappelons qu'un tel équilibre se caractérise soit par l'efficience au second degré soit par l'efficience au troisième degré.

théorique demande une approche empirique appropriée. Par conséquent, la présente section traite du problème des particularités méthodologiques à prendre en compte pour étudier les processus.

Pettigrew (1997) tente d'apporter un certain nombre d'éléments de réponse à cette question. Il définit le processus comme « *une séquence d'événements individuels et collectifs, d'actions et d'activités qui se déroulent dans le temps et en contexte* »[248] (p. 338, notre traduction). Ses arguments méthodologiques se fondent essentiellement sur la reconnaissance de la « qualité dynamique de la conduite humaine » (Pettigrew, 1997, p. 337). Ainsi, « *l'hypothèse centrale qui sous-tend la réflexion processuelle est que la réalité sociale n'est pas un état statique* »[249] (Pettigrew, 1997, p. 338, notre traduction). Cette hypothèse stimule la recherche d'un cadre méthodologique permettant l'observation directe du déroulement d'un processus. Il ne s'agit cependant pas seulement de faire une simple description de différents événements ponctuels, faiblement reliés entre eux. Le travail du chercheur consiste, au contraire, à mettre en évidence des « *configurations* dans les séquences d'activités, de choix et d'événements conduisant à un résultat » (Langley, 1997, p. 38, nos italiques). Par conséquent, une étude de cas portant sur les processus ne saurait se contenter du repérage du contenu empirique d'un certain nombre de concepts, indépendamment du moment de leur occurrence. Le travail empirique cherchera plutôt à mettre en évidence l'ordonnancement des événements dans le temps. Ce dernier paraît en effet crucial pour le résultat du processus (cf. Langley, 1997, p. 38). L'importance de l'ordonnancement des événements est également mise en exergue par Pettigrew (1997, p. 339), comme en témoigne la citation suivante. « What happens, how it happens, why it happens, what results it brings about is dependent on when it happens, the location in the processual sequence, the place in the rythm of events characteristic for a given process »[250]. Autrement dit, au delà de l'identification du contenu empirique des concepts théoriques, l'étude de cas doit être guidée par la question suivante. Dans un cas concret, quel est le type de séquence qui relie les concepts ? Pour prendre l'exemple du cadre conceptuel de cette thèse, nous chercherons à identifier l'ordonnancement temporel des activités, telles que la politique de financement, et des différents types d'événements, intervenant au niveau des structures et des systèmes de GE. Concernant la

[248] « [...] a sequence of individual and collective events, actions, and activities unfolding over time in context. »
[249] « The driving assumption behind process thinking is that social reality is not a steady state. »
[250] « *Ce qui arrive, comment et pourquoi cela arrive, ainsi que ses conséquences dépendent du moment auquel cela arrive, de la localisation dans la séquence processuelle, de la place dans le rythme des événements caractéristique d'un processus donné* » (notre propre traduction).

logique explicative, rappelons que la grille théorique suppose que la perception du résultat du processus en termes d'efficience influence le déroulement des activités et des événements.

L'étude de cas apparaît comme la méthode privilégiée en termes de recherches empiriques sur les processus. A ce sujet, Pettigrew (1997, p. 339) opère cependant une distinction entre « histoire de cas » et « étude de cas ». Alors que la première se contente de la simple restitution de la chronologie des événements, la deuxième tente une approche plus analytique. Ainsi, le chercheur a comme objectif de mettre en évidence les *mécanismes* à l'oeuvre dans la formation des séquences du processus. Dans le cadre de ce travail, il dispose de « données processuelles qui [sont] composées essentiellement de récits d'événements, d'activités et de choix. [...] En fait, pour [Langley, 1997], la notion même d'étude des 'processus' englobe l'idée que l'on cherche autant que possible à observer directement les mécanismes par lesquels les phénomènes se produisent dans le temps.» (Langley, 1997, p. 39). La reconnaissance (inductive) des constellations et des mécanismes[251] dans un cas réel constitue ainsi le défi central de la démarche empirique. Le résultat de cette dernière, c'est-à-dire le processus empirique, sera ensuite examiné à la lumière de la grille théorique. Nous avons indiqué plus haut qu'il s'agit là d'un moyen pour parvenir à une généralisation dépassant les limites d'un travail purement idiosyncratique. C'est ce que Yin (1994) appelle la « généralisation analytique ». Pettigrew (1997, p. 339) reconnaît également qu'une étude de cas de qualité ne se conçoit pas indépendamment d'un travail de déduction. Ce dernier permet en effet de structurer l'exploitation des cas et d'accroître la portée des résultats empiriques, obtenus par induction.

Un processus est influencé par des forces multiples. Par conséquent, différents niveaux d'analyse sont à prendre en compte. Ainsi, la « qualité dynamique de la conduite humaine » ne se conçoit pas indépendamment de son contexte. Pettigrew (1997, p. 340) compare en effet le processus à un fleuve. La direction de ce dernier dépend du terrain environnant, dont la forme est, à son tour, creusée par le fleuve. L'analyse d'un processus réel ne peut par conséquent pas faire abstraction de la description des limites pertinentes qui lui sont fixées par le contexte, ainsi que de l'interaction entre ce dernier et les acteurs[252]. Pour l'étude de cas, ceci signifie la nécessité de la restitution de l'enchevêtrement des différents

[251] Rappelons, cependant, que les *mécanismes* supposés dans notre grille théorique ne sont pas des causes exogènes. Au contraire, les schémas mentaux des acteurs, et donc leurs *raisons*, conduisent à la mise en œuvre des *mécanismes* et influencent ainsi les processus.

[252] Notons que cette perspective est très proche du cadre d'analyse de certaines « écoles interactionnistes » en sociologie. Ainsi, Boudon (1977) consacre un chapitre à « Déterminismes sociaux et liberté individuelle ».

niveaux d'analyse. Ainsi, si nous supposons que le changement des structures de GE d'une entreprise est lié au processus de changement institutionnel d'un pays, l'étude de cas doit comporter une analyse de l'évolution des éléments pertinents du système de GE englobant. Tout en soulignant l'importance du contexte, il convient cependant de rappeler le rôle central de l'acteur humain pour la dynamique du processus. Pettigrew (1997, p. 341) l'exprime dans les termes suivants. « Context is [...] a nested arrangement of structures and processes where the subjective interpretations of actors perceiving, learning, and remembering help shape process »[253]. Par conséquent, l'étude de cas qui cherche à analyser un processus réel ne doit pas négliger le rôle des aspects perceptuels.

Nous venons de voir que l'étude de cas conçue pour l'analyse processuelle couvre des niveaux d'analyse multiples. En même temps, le chercheur doit toujours garder la dimension historique à l'esprit. En effet, Pettigrew (1997, p. 341) s'exclame : « History is crucial »[254]. Sur le plan pratique, le *design* de l'étude de cas doit, par conséquent, répondre à cet aspect en déterminant un horizon temporel approprié à la problématique étudiée. Pettigrew (1997, p. 341) propose par ailleurs une méthode particulière pour intégrer la dimension temporelle. Il s'agit d'une combinaison d'analyses rétrospective et en direct (« temps réel »). Ainsi, tout en tenant compte des antécédents historiques, on évite de se priver de la richesse potentielle des informations transmises par les individus en action. Nous pensons en effet que l'observation en « temps réel » est susceptible de donner un accès plus direct aux mécanismes. Notre connaissance du « comment » et « pourquoi » d'au moins une séquence d'un processus réel s'en trouve probablement améliorée.

Malgré la richesse des données potentiellement disponibles, la compréhension des différents mécanismes à l'oeuvre dans le flux du processus n'est cependant pas toujours aisée. Ainsi, les méthodes d'analyse processuelle contiennent toujours une part d'interprétation. Ceci constitue probablement une des difficultés majeures dans ce type de recherche empirique. Pettigrew (1997, p. 339) est très explicite à ce sujet. « The teasing out of these mechanisms in this interactive field represents one of the greatest inductive challenges for process scholars and an area of intellectual challenge which is as difficult to describe as it is to

[253] « *Le contexte est [...] un arrangement enchevêtré de structures et de processus, où les interprétations subjectives des acteurs, qui perçoivent, apprennent et se souviennent, contribuent à façonner le processus.* » (notre propre traduction).
[254]« *L'Histoire est essentielle.* » (notre propre traduction).

achieve and publically justify »[255]. Sur le plan pratique, il existe néanmoins certaines techniques d'aide à l'interprétation. Ainsi, Langley (1997, p. 41) plaide pour l'utilisation de certaines approches structurantes. L'avantage de ces dernières consiste en effet à rendre le plus explicite possible certains pas dans l'inférence des résultats. Par ce biais, il s'agit d'éviter « une longue histoire idiosyncratique d'intérêt marginal pour ceux qui n'y sont pas impliqués et une très mince contribution conceptuelle » (Langley, 1997, p. 41).

S'inspirant partiellement de l'approche de Miles et Huberman (1994), Langley met l'accent sur l'intérêt de l'analyse graphique, qu'elle adapte pour les besoins spécifiques de l'approche processuelle. Il s'agit, en effet, de représenter le contenu des concepts étudiés ainsi que son évolution sur un axe temporel. De cette manière, il est possible de visualiser la dynamique du processus et les relations entre les divers concepts impliqués. Les configurations ainsi mises en évidence peuvent par ailleurs être associées à différentes séquences, permettant de décomposer le processus global en sous-périodes. L'avantage de cette méthode graphique dans l'analyse des données processuelles est de fixer l'attention sur les relations théoriques qu'on souhaite soumettre à l'épreuve des faits. Or, les mécanismes agissant sur et à l'intérieur d'un processus réel sont *a priori* relativement complexes. C'est précisément pour cette raison, que l'utilisation des analyses graphiques constitue un outil intéressant. En effet, « [e]lles permettent de présenter beaucoup d'informations dans un espace restreint et elles sont des outils puissants pour le développement et la vérification de conceptualisations théoriques parcimonieuses » (Langley, 1997, p. 44). Notons cependant que les graphiques ne constituent qu'une étape intermédiaire dans l'analyse des données. Ils sont un instrument de travail. Le but de leur utilisation est la mise en relation des données empiriques « brutes » avec la grille théorique.

Section 4 : Usinor et Thyssen – description de la démarche appliquée

Les développements précédents avaient comme objectif d'établir la pertinence des études de cas processuelles comme méthode empirique pour l'examen de la plausibilité de nos propositions portant sur le lien entre structures de GE et politique de financement. Par ailleurs, un certain nombre de principes méthodologiques a été présenté afin d'apprécier les critères de validité d'une telle démarche. Il en ressort, entre autres, que la documentation

[255] « *La mise en évidence de ces mécanismes dans ce champ interactif représente un des plus grands défis inductifs pour la recherche sur les processus et un domaine de défi intellectuel qui est aussi difficile à décrire qu'il est à réussir et à justifier publiquement.* » (notre propre traduction).

explicite et détaillée du *design* de la recherche constitue une exigence fondamentale. Afin d'y répondre, nous avons structuré la présente section de la manière suivante. Dans un premier temps, nous allons aborder la question des raisons du choix d'Usinor et de Thyssen comme objets d'analyse (4.1.). La sous-section 4.2. sera ensuite consacrée à la procédure de collecte des données. Comme ces dernières sont majoritairement qualitatives, les méthodes utilisées pour leur analyse demandent un certain nombre d'explications (4.3.).

4.1. Pourquoi Usinor et Thyssen ?

Le choix des entreprises faisant l'objet des études de cas est guidé par les spécificités du cadre conceptuel. Dans la mesure où nous cherchons à examiner l'évolution des liens entre structures de GE et politique de financement à l'intérieur de différents environnements institutionnels, et plus particulièrement ceux de la France et de l'Allemagne, il semble *a priori* judicieux de s'orienter vers des firmes, pour lesquelles les cadres nationaux constituent effectivement les systèmes de GE pertinents. A ce sujet, nous rappelons que le développement des grandes sociétés multinationales entraîne potentiellement une mise en cause de la force des limites nationales de la latitude managériale. Par conséquent, pour les besoins de notre cadre conceptuel, la recherche de firmes profondément enracinées dans l'histoire industrielle de leurs pays est un critère de sélection important. Usinor et Thyssen remplissent en effet cette condition. En France, la sidérurgie était traditionnellement considérée comme un secteur stratégique. Pour cette raison, l'Etat a pendant longtemps exercé une forte influence sur Usinor et Sacilor, les figures emblématiques de cette branche industrielle. A cette époque, la priorité politique concerne presque exclusivement le développement à l'échelle nationale. L'expansion internationale n'est pas véritablement à l'ordre du jour avant la privatisation du groupe Usinor Sacilor en 1995. Par conséquent, jusqu'à cette date relativement récente, cette entreprise évolue dans un environnement franco-français. Le groupe Thyssen a ses racines à la fin du 19ème siècle dans la vallée de la Ruhr[256]. Son développement est indissociable de l'histoire industrielle allemande. Un exemple permet d'illustrer l'importance des institutions de GE allemandes pour l'espace discrétionnaire du dirigeant. En effet, jusqu'à la fusion avec Krupp en 1999, le conseil de surveillance est soumis à la réglementation de la codétermination acier-charbon (*Montanmitbestimmung*) qui est une particularité allemande. Il s'agit en effet de la forme de codétermination la plus favorable en termes de représentation des salariés au sein de l'organe de contrôle. Selon cette réglementation, il y a parité entre les

[256] Uebbing (1991) localise la date de la fondation en 1891.

représentants du capital et des salariés, avec une personne « neutre » exerçant la fonction d'arbitre en cas de conflit. Dans les négociations concernant la fusion avec Thyssen, la question de la forme de codétermination à appliquer a fait l'objet de débats. Cet exemple montre ainsi que les règles du jeu du système de GE allemand ont une signification non négligeable pour le groupe Thyssen.

L'influence relativement forte des institutions nationales de GE sur la structuration de l'espace discrétionnaire des dirigeants d'Usinor et de Thyssen étant établie, quels autres critères guident la sélection des cas ? Comme nous centrons nos recherches sur les processus dynamiques caractérisant l'évolution de la relation entre GE et politique de financement, il convient d'écarter les entreprises qui n'ont connu que des changements mineurs de leurs structures de GE. Des modifications substantielles, au contraire, sont susceptibles de nous indiquer des cas critiques, au sens de Yin (1994). Rappelons à ce sujet qu'au stade de la séquence exploratoire de la démarche scientifique notre souci premier n'est pas la représentativité statistique des entreprises choisies. Ce qui rend ces dernières intéressantes est plutôt leur potentiel à permettre un premier test de la plausibilité du cadre conceptuel. Dans ce contexte, l'avantage d'un cas extrême consiste en sa capacité à amplifier potentiellement le mouvement du processus étudié. De cette façon, nous espérons améliorer la visibilité des mécanismes à l'oeuvre. Par rapport à cet objectif, signalons qu'aussi bien Usinor que Thyssen ont connu des changements significatifs concernant leurs structures de GE. En effet, Usinor, sous le contrôle majoritaire de l'Etat depuis 1978, perd ses derniers actionnaires privés avec les lourdes restructurations de 1986. L'Etat joue ainsi le rôle principal dans les instances de gouvernance jusqu'à la privatisation en 1995. Cette dernière représente un nouveau bouleversement des structures de GE. Le cas Thyssen, quant à lui, donne l'exemple d'une rupture brutale des routines en termes de GE. En effet, en mai 1997, le groupe fait l'objet d'une tentative d'OPA hostile de la part de Krupp, événement inédit au sein du capitalisme allemand[257]. Bien que cette première tentative échoue, elle est néanmoins le point de départ du rapprochement des deux groupes. La fusion intervenant en 1999 s'opère sur un mode amical. Elle a néanmoins un certain nombre d'implications sur la gouvernance du nouvel ensemble (notamment en ce qui concerne les blocs de contrôle, la structure du conseil de surveillance, et le type de codétermination). Si nos propositions théoriques sont correctes, les processus de changement des structures de GE chez Usinor et Thyssen devraient avoir des

[257] Bien qu'il ne s'agisse pas tout à fait de la première prise de contrôle hostile outre-Rhin, Jenkinson et Ljungqvist (1997) signalent que c'est tout de même la première tentative qui se déroule selon *un schéma typiquement anglo-saxon*.

implications pour la politique de financement. Compte tenu de l'ampleur des changements intervenus dans les deux groupes, il devrait *a priori* être plus aisé de repérer empiriquement les mécanismes financiers théoriquement en jeu.

Notons par ailleurs que notre problématique de recherche nous guide naturellement vers une démarche impliquant des cas multiples. Compte tenu de la proposition selon laquelle différents systèmes de GE imposent des limites différentes à la politique de financement, le principe méthodologique sur lequel nous nous appuyons ici est celui de la réplication théorique (Yin, 1994). Nous souhaitons cependant isoler le plus possible les seules relations entre GE et financement. Pour cette raison, les deux études de cas, l'une en France et l'autre en Allemagne, recouvrent des entreprises ayant leurs racines dans le même secteur industriel. De cette façon, nous espérons éviter que la variable sectorielle ne vienne bruiter la relation étudiée.

Enfin, la conception des études de cas nécessite la définition de l'horizon temporel. Nous pensons que le choix d'une période relativement étendue d'une dizaine d'années prenant son départ dans la deuxième moitié des années 1980 nous donne les moyens de capter une portion significative du processus. L'historique des cas retenus confirme la pertinence d'un tel horizon temporel. Prenons l'exemple d'Usinor. Les restructurations importantes de la fin 1986 faisant suite à la quasi-faillite impliquent une « mise à zéro des compteurs ». Depuis, le groupe a connu plusieurs modifications de sa situation financière, plus ou moins directement liées à des changements des structures de GE. L'analyse approfondie de ces relations fait l'objet du chapitre 5. La définition de la période d'étude ne doit cependant pas donner l'impression qu'une délimitation précise du processus dans le temps soit possible. En effet, la méthodologie des études processuelles (cf. Pettigrew, 1997) nous enseigne l'impact des antécédents historiques sur la direction du flux des événements. Pour cette raison, bien que la collecte de la majeure partie des données qui constituent notre base de données couvre une période d'une dizaine d'années, la référence à des événements antérieurs ne doit pas être exclue, dans la mesure où elle contribue à une meilleure compréhension du processus.

4.2. Collecte des données

Nous avons vu plus haut qu'un processus ne se conçoit pas indépendamment de son contexte. Ainsi, l'élaboration des études de cas nécessite la connaissance d'éléments empiriques à plusieurs niveaux. Par conséquent, nous nous sommes documentés sur les caractéristiques distinctives des systèmes de GE de la France et de l'Allemagne (4.2.1.), avant de procéder à la collecte des données des cas à proprement parler (4.2.2.).

4.2.1. Le contexte institutionnel

La confrontation du cadre conceptuel avec les faits implique la comparaison des mécanismes liant GE et financement dans au moins deux pays différents. Alors, on peut se demander : pourquoi choisir la France et l'Allemagne ? Notamment à la lecture de la plupart des comparaisons internationales portant sur les systèmes de GE, on s'aperçoit qu'une grande partie des travaux ne met pas l'accent sur le couple que nous avons retenu. Au contraire, la plupart des études opposent souvent les systèmes allemand et japonais d'un côté et le système anglo-saxon de l'autre, comme des cas « polaires ». Selon cette approche, les autres pays apparaissent comme des cas intermédiaires, se situant quelque part entre les extrêmes précédemment évoqués. Rappelons que l'objectif du présent travail de recherche est une meilleure compréhension de la politique de financement, et que nous supposons que les spécificités du GE fournissent une grille théorique prometteuse. Or, nous avons indiqué que les modèles financiers traditionnels souffrent d'un biais, en ce qu'ils se fondent, souvent implicitement, sur le cadre institutionnel anglo-saxon. Pour élargir nos connaissances concernant les implications du GE pour la politique de financement, il semble ainsi intéressant de se détacher des études traditionnelles. Aussi, le fait de dépasser les comparaisons « polaires » entre les Etats-Unis et l'Allemagne permet de mettre en évidence le fait qu'un pays peu étudié comme la France dispose d'un système de GE, qui évolue selon une logique qui lui est propre. *A priori*, l'étude d'un tel cas possède le potentiel de révéler des mécanismes encore peu connus.

A côté de ces raisons d'ordre méthodologique, la comparaison de la France et de l'Allemagne revêt aussi un intérêt par rapport au débat sur le GE en Europe (cf. Berglöf, 1997). En effet, ces deux pays jouent un rôle central à l'intérieur de l'Europe, et leurs institutions sont, de ce fait, susceptibles d'influencer l'évolution des règles de GE à l'échelle

transnationale. Enfin, l'avènement de l'euro et l'intégration du marché des capitaux influencent les conditions de financement des entreprises. Nous pensons que c'est seulement en connaissant la dynamique propre de la politique de financement dans chaque pays, que l'on mesure l'ampleur de ces changements et leur signification pour les firmes concernées.

L'analyse des systèmes de GE de la France et de l'Allemagne, qui précède les études de cas, repose essentiellement sur une revue de la littérature. Cette dernière s'appuie en partie sur les comparaisons internationales déjà mentionnées. Notamment pour la connaissance du système allemand, il existe désormais, à côté des sources d'outre-Rhin, une littérature en langue anglaise de plus en plus abondante. Concernant la France, l'accès aux informations est relativement plus réduit du fait de l'attention moins soutenue que lui ont prêtée les comparaisons internationales. Pour cette raison, les sources concernant le système de GE en France sont majoritairement françaises. Une exception notable est l'ouvrage de Schmidt (1996), qui montre le rôle central de l'Etat dans le développement du marché financier en France. Globalement, la revue de la littérature sur laquelle repose notre analyse des systèmes allemand et français s'appuie sur des supports divers. Au delà des études proprement académiques, nous avons essayé de compléter notre connaissance grâce à des documents tels que les rapports Viénot et Peyrelevade et la presse économique et financière. Afin de maintenir la « chaîne de preuves » (cf. Yin, 1994), les sources précises seront citées tout au long du chapitre 4.

4.2.2. Les cas

La démarche précédemment décrite nous permet de contextualiser les études de cas. L'exploitation de ces dernières repose sur l'analyse d'un ensemble de données majoritairement qualitatives. Leur collecte a été guidée par le souci d'une triangulation des sources. Ainsi, dans une première étape nous nous sommes procuré les rapports d'activités annuels concernant la période étudiée. Ainsi, pour Usinor, nous disposons des comptes et commentaires financiers des années 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1992, 1993, 1995, 1996 et 1997, ainsi que du document de référence de la privatisation contenant les comptes de 1994. Les données financières de 1991 ont pu être reconstituées grâce au rapport de 1992. L'exercice comptable de Thyssen s'étend du 1er octobre au 30 septembre. Pour ce groupe, nous disposons de l'intégralité des rapports annuels de 1986/87 à 1996/97. Ces rapports sont la source principale d'un certain nombre d'informations quantitatives par rapport à la

politique de financement, ainsi que qualitatives par rapport à la composition du conseil d'administration ou de surveillance.

Un recueil d'articles de presse concernant les événements majeurs des dix ans de la période d'étude constitue une grande partie du corpus de données qualitatives. Les titres ont été lus et l'article a été retenu pour l'analyse, lorsqu'il traitait d'un sujet en rapport avec la politique de financement (commentaire sur une opération financière importante par exemple) et/ou la gouvernance (nomination d'administrateurs, conflit entre dirigeant et membres du conseil de surveillance, changement des principaux actionnaires, etc.). Les articles de presse ont été trouvés de différentes manières. Dans les archives d'Usinor, on conserve systématiquement tous les rapports de presse transmis chaque matin à la direction. Ces derniers contiennent des articles d'intérêt pour Usinor provenant de différentes publications (Les Echos, La Tribune, Le Figaro, Le Monde, L'Express, AGEFI, etc.)[258]. De cette façon, nous avons pu constituer un dossier de presse contenant des articles du 03/01/1986 au 28/06/95. Compte tenu de la quantité des articles et de leur classement chronologique[259], nous avons été obligé de focaliser nos recherches sur certaines périodes, identifiées comme critiques pour l'histoire financière du groupe. Il s'agit de l'année 1986 (arrivée de F. Mer, double coup d'accordéon sur le capital), de la fin 1991 et du début 1992 (participation du Crédit Lyonnais), ainsi que des 6 premiers mois de 1995 (préparation de la privatisation). Par ailleurs, l'Expansion tient des dossiers de presse classés par entreprise. Ils sont constitués d'articles parus dans différents journaux. Nous avons eu accès au dossier concernant Usinor et couvrant la période du 30/12/95 au 04/11/97.

En Allemagne, GENIOS Datenbanken est un service sur internet, qui propose la consultation des archives de différents journaux. Nous avons interrogé la base de données des archives du *Handelsblatt* (quotidien économique de référence), faisant apparaître tous les titres concernant Thyssen entre 1986 et 1997. Par la suite, le texte intégral des articles potentiellement en rapport avec notre problématique a été imprimé et conservé. Les références ainsi obtenues couvrent la période du 30/01/1986 au 26/03/1997. Par ailleurs, nous avons directement contacté les archives du *Manager Magazin* (mensuel traitant en priorité de la vie des entreprises). Ces dernières ont mis un ensemble d'articles sur Thyssen de juin 1988 à septembre 1996 à notre disposition. Des recherches en bibliothèque ont permis l'obtention

[258] L'intégralité des sources analysées est référencée dans la base de données en annexe.
[259] Le classement des articles n'est pas informatisé et des recherches thématiques ne sont pas possibles.

d'un ensemble d'articles de la *Wirtschafts Woche* (hebdomadaire économique), couvrant la période du 01/06/1995 au 04/12/1997. Notons enfin que la tentative d'OPA hostile sur Thyssen est intervenue à un moment où nous avions déjà commencé le travail sur le présent projet de recherche. Ceci était une opportunité de suivre une partie de l'évolution du processus en direct[260]. Par conséquent, nous avons systématiquement découpé les articles traitant du rapprochement de Krupp et Thyssen dans la presse allemande du 21/03/1997 au 07/05/1998. Ces articles proviennent d'un certain nombre de quotidiens (*Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Welt, Rheinische Post*) et d'hebdomadaires (*Die Zeit, Welt am Sonntag*).

D'autres documents significatifs ont été inclus dans la base de données. Il s'agit entre autres de la retranscription archivée d'un discours tenu par Messieurs Mer et Hudry, respectivement PDG et directeur financier d'Usinor, lors d'un *roadshow* à Paris le 13/06/1995. Par ailleurs, nous nous sommes procuré le rapport de la fusion entre Krupp et Thyssen. Notons enfin que nous avons assisté à l'assemblée générale d'Usinor le 9 juin 1998, ainsi qu'à la conférence de presse tenue conjointement par les dirigeants de Krupp et de Thyssen le 20 octobre 1998 au sujet de leur fusion.

Au delà des documents internes (rapports annuels, rapport de fusion) et externes (presse), une série d'entretiens a permis de compléter le tableau. Les entretiens ont été menés entre le 15/07/1997 et le 19/01/1999. Ils ont fait l'objet d'un enregistrement, retranscrit ultérieurement, ou d'une prise de notes. Les questions posées étaient très ouvertes afin d'éviter de suggérer des réponses. Elles portaient principalement sur les thèmes du système et des structures de GE ainsi que sur la politique de financement. La plupart des personnes interrogées fait partie de la direction ou du cercle proche de cette dernière, ainsi que des organes de contrôle des entreprises impliquées dans les événements traités dans l'étude. Dans ce contexte, nous avons rencontré 3 personnes pour le cas Usinor. Il s'agit du secrétaire général, F. Labadens, de la personne chargée des relations avec les investisseurs, M. Hue, et d'un membre du conseil d'administration, R. Thomas (Président d'honneur de la BNP). Un ensemble de 7 personnes plus ou moins impliquées dans les événements concernant le rapprochement de Thyssen et Krupp a également été interrogé. Certaines conditions de confidentialité ayant été demandées, nous ne citons ici que trois personnes, à savoir le Dr.

[260] Rappelons qu'il s'agit là d'une méthode préconisée par Pettigrew (1997).

Blau, directeur de la communication de Thyssen, Monsieur D. Schulte, président du DGB[261] et membre du conseil de surveillance de Thyssen, ainsi que Monsieur von Boehm-Bezing, membre du directoire de la Deutsche Bank et du conseil de surveillance de Thyssen.

Pour résumer, nous avons interrogé trois types de sources. Il s'agit en effet d'un ensemble de documents internes, d'articles de presse et d'une dizaine d'entretiens. La collecte des informations a ainsi été effectuée avec l'objectif de constituer une base de données fiable.

4.3. Analyse des données

Pour l'analyse des états financiers d'Usinor et de Thyssen, nous avons procédé à plusieurs retraitements, afin de rendre les chiffres comparables dans le temps et dans l'espace. Cette démarche se justifie pour deux raisons. Ainsi, au cours du temps, les deux sociétés ont effectué des changements de la présentation de leurs comptes. Par ailleurs, le référentiel comptable national des entreprises étudiées n'est pas le même. Nous avons cherché, par conséquent, une présentation homogène des chiffres, dont le format tienne compte de notre problématique de recherche. Dans ce contexte, il importe surtout de faire ressortir les différents types de financement. Au delà de la simple distinction entre dettes et capitaux propres, celle entre financements interne et externe apparaît comme significative dans notre grille de lecture théorique. Le détail des informations contenues dans les rapports annuels étant parfois insuffisant, nous sommes, dans certains cas, obligés de poser des hypothèses concernant le classement de certains chiffres. Les retraitements effectués sont décrits en annexe.

La majeure partie des données recueillies est de nature qualitative. L'ensemble des documents internes et externes, ainsi que les retranscriptions des entretiens, ont fait l'objet d'une analyse de contenu formatée. A cet effet, une liste de codes a été spécifiée au préalable[262]. Les codes correspondent, en fait, à des concepts directement issus du cadre conceptuel. Le tableau suivant résume la liste des codes et explique leur signification.

[261] *Deutscher Gewerkschaftsbund*. Il s'agit de la plus importante fédération syndicale en Allemagne.
[262] Notons cependant que le système des codes n'était pas complètement figé, mais a légèrement évolué au fur et à mesure que notre connaissance des données s'améliorait. Ainsi, deux codes ont notamment été affinés. Il s'agit de GE et de SM, pour lesquels nous n'avions initialement pas prévu de distinction entre plusieurs niveaux d'analyse.

Tableau 2 : Liste des codes pour l'analyse de contenu

Code	Concept	Principe d'attribution
FIN	Politique de financement	Code attribué à toute information concernant les sources de financement.
GE [GE(l)] [GE(s)]	Gouvernement de l'entreprise	Identifie l'ensemble des mécanismes contraignant la latitude managériale. Parfois nous distinguons 2 niveaux d'analyse différents. GE(l) correspond aux limites locales de la latitude, GE(s) concerne les contraintes directement issues du système (national) de GE.
ED	Espace discrétionnaire	Attribué pour toute décision du dirigeant qui relève de sa stratégie active.
SM [SM(i)] [SM(p)]	Schéma mental	Repère des éléments de la représentation du statut des partenaires de la firme et de la fonction des mécanismes de GE dans le processus de création de valeur. SM(i) permet de faire la distinction entre schéma mental individuel et schéma mental partagé [SM(p)]. A certains moments, nous donnons une précision supplémentaire [exemple : SM(Vogel)].
C-REN	Création de rentes	Signale l'anticipation d'une création de rentes.
R-REN	Répartition de rentes	Identifie les exigences et les décisions ayant un impact sur la répartition de rentes.

Pour l'analyse de contenu, l'intégralité des documents retenus lors de la collecte des données a été lue, et les passages en rapport avec un des thèmes de la liste des codes ont été soulignés. Le code correspondant a été noté en marge, permettant un repérage rapide des informations susceptibles de nous renseigner sur le contenu empirique des concepts. Dans une deuxième étape, les résumés de l'ensemble des passages ainsi identifiés ont été retranscrits dans des tableaux. Ces derniers constituent la base de données qualitatives reproduite en annexe. Elle contient à côté de chaque résumé l'identification de sa source et de la date, ainsi que le code correspondant. Dans une troisième étape, nous avons représenté les événements jugés les plus significatifs lors de l'examen de la base de données dans un schéma processuel. Un exemple

de ce schéma, correspondant au cas Usinor, est reproduit en annexe. Comme aide à l'interprétation, la représentation graphique a facilité la rédaction des premières analyses des cas portant sur l'intégralité de la période d'étude. Ces analyses, que nous avons baptisées protocoles d'analyse, ont été envoyées à certains de nos interlocuteurs pour recueillir d'éventuelles remarques critiques. Les protocoles constituent en effet le fondement des résultats reportés dans le chapitre 5. Notons enfin que, dans ce dernier, nous associons aux résultats les références les plus marquantes afin de maintenir la « chaîne de preuves » (Yin, 1994). Par ailleurs, grâce à la base de données, il est possible de resituer ces citations dans un contexte plus large.

Chapitre 4 : Les cas dans leur contexte – Systèmes de GE en France et en Allemagne

La contextualisation des études de cas implique la restitution du cadre institutionnel. Cette dernière se fera en trois temps. Nous allons d'abord résumer un certain nombre d'éléments permettant d'apprécier la nature des schémas mentaux partagés en France et en Allemagne (section 1). La section 2 a comme objectif d'identifier les caractéristiques les plus marquantes traditionnellement associées aux systèmes de GE des deux pays étudiés. Enfin, n'oublions pas que les systèmes, comme les structures locales, évoluent dans le temps. La trajectoire de ce processus fait l'objet de la section 3.

Section 1 : Les schémas mentaux partagés

Le cadre conceptuel suppose que le schéma mental partagé d'un pays est un frein potentiel à la réalisation de l'initiative de l'entrepreneur organisationnel. Afin de confronter cette assertion à un cas réel, il est important de connaître le contenu concret de l'idéologie dominante concernant les relations entre parties prenantes au sein de la firme. Dans ce contexte, il apparaît que la France est traditionnellement tournée vers l'Etat (1.1.), alors qu'en Allemagne le thème du consensus occupe une place centrale (1.2.). Notons que, pour ces analyses, nous nous appuyons sur deux types de sources. Ainsi, à côté de certains observateurs académiques des particularités de divers systèmes nationaux de GE et de la « philosophie » qui les sous-tend[263], nous citons également un certain nombre de personnalités, anciens ou actuels dirigeants de grandes entreprises[264]. Leur longue expérience de la gestion des grands groupes dans leurs pays respectifs contribue, en effet, à enrichir notre connaissance des éléments de l'idéologie dominante, qui sont considérés comme pertinents par les dirigeants.

1.1. La France traditionnellement tournée vers l'Etat

La philosophie de la valeur d'une entreprise qui sous-tend le rapport Viénot se distingue clairement d'une conception moniste de la firme, dans laquelle primerait le seul intérêt actionnarial. En effet, le rapport stipule « l'obligation » du conseil d'administration

[263] Batsch (1995), Lesourne (1998), Roe (1999) et Yoshimori (1995), par exemple.
[264] Albert (1991), Kopper (cité par la presse), Peyrelevade (1998), Schneider-Lenné (1994) et Viénot (1995). Notons que ces personnalités ont toutes accumulé des expériences au niveau de la direction d'importantes entreprises du secteur financier (banque et assurance). Ce fait rend, *a priori*, leur témoignage particulièrement intéressant en vue de l'analyse des conditions d'accès aux ressources financières.

« d'agir en toutes circonstances dans *l'intérêt social de l'entreprise* » (Viénot, 1995, p. 6, nos italiques). Cette position est explicitement opposée à une approche qui prône la seule maximisation de la valeur actionnariale (*ibid*, p. 9). Selon Peyrelevade (1998, p. 31), la représentation de la valeur et des besoins de contrôle qui en résultent, telle qu'elle apparaît dans le rapport Viénot, reflète l'opinion majoritaire des dirigeants français. Ainsi, « le principe du P-DG tout-puissant » (Albert, 1991, p. 268) trouve une justification dans l'idée que « trop de contrôle tue la capacité d'initiative » (Peyrelevade, 1998, p. 31). Dans l'idéologie dominante, cette initiative ne doit pas s'exercer au profit des seuls actionnaires. Au contraire, dans l'opinion publique française « le profit a [traditionnellement] mauvaise odeur » (Lesourne, 1998, p. 103). Par conséquent, au lieu de réclamer la maximisation du profit destiné à l'actionnaire, le schéma mental partagé en France préconise « la prospérité et la continuité de l'entreprise » (Peyrelevade, 1998, p. 39).

Le précédent paragraphe nous signale donc la considération de multiples *stakeholders* au sein du noyau idéologique du schéma mental partagé. Se pose alors la question des mécanismes de gouvernance perçus comme capables d'assurer au mieux le respect des intérêts de l'idéologie dominante. Rappelons à ce sujet que le schéma mental est supposé comporter une dimension technique qui désigne les mécanismes de GE efficients[265]. Par rapport à cette question, la tradition française désigne l'Etat comme l'acteur privilégié pour assurer la conformité des décisions économiques avec l'idéologie de la valeur précédemment décrite. En effet, selon Albert (1991, p. 266), la France cultive depuis longtemps le « social colbertisme ». Le même auteur résume cette doctrine comme suit : « l'Etat [...] commande à l'économie au nom d'une ambition politique et d'une volonté de progrès social » (p. 266). En novembre 1998, les Echos ont consacré une série spéciale à *l'exception française*. Au centre des contributions se trouve une analyse du rôle de l'Etat. Il en ressort que ce dernier est traditionnellement perçu comme un arbitre entre les exigences des différents *stakeholders*. L'Etat « agit en lieu et place des acteurs économiques et sociaux » (Les Echos, 17/11/1998). Ce faisant, il est considéré comme un « protecteur qui assure la redistribution, conformément au principe d'égalité de la République » (*ibid*).

Ces quelques développements sur la représentation du rôle de l'Etat dans le GE français montrent que le noyau idéologique n'implique pas automatiquement un système de

[265] En cohérence avec le principe de l'efficience contrainte, le détenteur d'un schéma mental juge l'efficience du GE à la lumière de sa philosophie de la valeur. Cette dernière relève du noyau idéologique du schéma mental.

GE unique. En effet, différents systèmes peuvent théoriquement trouver leurs racines dans un schéma mental pluraliste. Pourquoi, par exemple, souligner l'importance de l'Etat plutôt que de privilégier les mécanismes d'une négociation directe entre différentes catégories de partenaires de la firme ? Un facteur, susceptible de comporter un élément de réponse à cette question est la polarisation des intérêts en France. Ainsi, le syndicalisme français est traditionnellement marqué par « l'idéologie de la lutte des classes » (Albert, 1991, p. 268). Il existe ainsi une tendance au retranchement derrière des positions extrêmes et opposées. Ceci peut, en partie, expliquer la polarisation des intérêts des différents types de *stakeholders*. Peyrelevade (1998, p. 32) va jusqu'à déclarer qu'en France « le compromis est aisément tenu pour une compromission ». Face à un tel état d'esprit, on comprendra plus facilement le rôle d'arbitre qu'assigne à l'Etat le schéma mental partagé. En effet, le compromis direct entre parties prenantes étant problématique, la structuration des relations mutuelles nécessite le concours d'une instance « supérieure ». Celle-ci apparaît dans la forme de l'Etat. Ce dernier « n'est pas comme dans les pays anglo-saxons ou scandinaves un simple instrument de gestion sociale à la disposition des citoyens. Il transcende les individus et a reçu de ces derniers une sorte d'onction laïque fort semblable à l'onction divine que les monarques recevaient jadis à Reims » (Lesourne, 1998, p. 92).

Notons que l'Etat est également responsable de la formation d'une grande partie de l'élite managériale. En effet, un nombre considérable de dirigeants des grands groupes français est issu de l'ENA. Certains, avant d'intégrer le secteur privé, ont eu une carrière administrative. Il s'agit là d'un vecteur potentiel de la transmission d'un schéma mental, au centre duquel l'Etat et ses modes de fonctionnement occupent une position privilégiée. Ainsi il n'est pas surprenant qu'à une certaine époque et pour certaines entreprises « l'éthique du secteur public » ne soit pas sans impact sur la gestion. Lesourne (1998, p. 109) caractérise cette éthique par « la croissance avant les dividendes, les salaires avant les profits ».

On se trouve alors en face d'un modèle mental partagé qui se fonde sur un « instinct profondément anti-libéral d'une large partie de l'opinion française » (Les Echos, 16/11/1998, « L'exception française »). Cette opinion se refuse à considérer l'entreprise comme une marchandise parmi d'autres (cf. Albert 1991, p. 280). Traditionnellement, une certaine méfiance par rapport au libre jeu des mécanismes du marché s'accompagne de la croyance en les capacités bienfaisantes de l'Etat en tant qu'organisateur de la vie économique. Selon ce raisonnement, l'Etat doit intervenir pour éliminer un éventuel soupçon de bénéfices privés en

faveur des seuls investisseurs financiers. L'observation faite par Denis Kessler (cité dans les Echos, 20 et 21/11/1998, « L'exception française ») semble significative à cet égard : « Historiquement, les deux grands secteurs nationalisés ont été les banques et les assurances ; *les entreprises faisant commerce de l'argent ne pouvaient être que publiques* » (nos italiques).

Jusqu'à présent, nous nous sommes contentés de présenter les caractéristiques essentielles du schéma mental partagé *traditionnel*. Bien que nous supposions l'évolution dans le temps d'un tel schéma, la connaissance de ses racines est en effet utile pour comprendre les facteurs de la dépendance de sentier, invoquée par la théorie institutionnaliste. Le schéma mental français a des antécédents historiques lointains[266], mais son contenu n'est pas statique. Selon Lesourne (1998, p. 132), la représentation de l'Etat comme garant du bien-être a connu son plus grand succès dans les années 1960. La croissance économique de l'époque a en effet accru la confiance par rapport au modèle traditionnel[267]. Depuis cette époque, le schéma mental français a cependant subi certaines transformations. Ainsi, certains observateurs constatent « l'entrée en force des valeurs américaines dans l'Hexagone » (Albert 1991, p. 274). Cette évolution est rendue possible grâce à l'Etat lui-même. En effet, instance centrale au sein du schéma mental partagé, c'est sur l'initiative des pouvoirs publics qu'est mené un important chantier de transformation du marché financier en France. En fait, au milieu des années 1980, le gouvernement « guéri[t] la France de ses inhibitions et réhabilit[e] les valeurs fondamentales de l'économie de marché » (Albert, 1991, p. 269). Le rôle croissant du marché des capitaux pour le financement des entreprises induit par la suite un changement de l'attitude par rapport aux mécanismes de GE. Ainsi, nous assistons à la banalisation d'un certain nombre d'idées, qui sont traditionnellement plutôt associées au référentiel anglo-saxon. Le marché des capitaux, de plus en plus internationalisé, apparaît donc comme un vecteur important pour le changement de l'idéologie dominante. En effet, une part significative du capital des plus grandes entreprises françaises est désormais détenue par des investisseurs étrangers. Les plus actifs d'entre eux, comme c'est le cas de certains fonds américains, contribuent à la propagation d'un schéma mental plus axé sur les exigences des actionnaires et les mécanismes censés maximiser la valeur actionnariale. La pression en provenance du marché des capitaux est d'ailleurs perçue par les dirigeants français comme un défi posé au système de GE. La citation suivante, issue du rapport Viénot, est un exemple de

[266] Leur généalogie détaillée dépasse le cadre du présent travail, pour lequel nous nous centrons en priorité sur les évolutions significatives de la deuxième moitié du vingtième siècle.
[267] Notons que ceci est cohérent avec l'idée d'une rétroaction positive des résultats, jugés efficients, sur le maintien et la propagation d'une idéologie.

l'impact de la perception des attentes du marché sur la réflexion concernant le GE : « [L]e Comité constate que la participation d'administrateurs indépendants répond à une *attente du marché* » (Viénot, 1995, p. 15, nos italiques). Selon Peyrelevade (1998, p. 43), plus radical encore dans ses conclusions, le besoin d'un recours aux fonds d'origine étrangère obligerait à se conformer aux « idées du *Financial Times* ».

En conclusion, nous pouvons dire que l'Etat qui se trouve au centre même du schéma mental partagé traditionnel est à l'origine d'un important mouvement de libéralisation du marché financier en France. De cette manière, les pouvoirs publics contribuent à légitimer une approche de l'entreprise, qui s'éloigne de l'idéologie traditionnelle. Le marché financier devient par la suite un vecteur important pour la diffusion d'une philosophie du GE, qui s'écarte progressivement de la représentation française initiale des mécanismes efficients. Nous verrons plus loin que ce débat sur les règles d'une « bonne gouvernance », qui semble passer par la prise en compte accrue des intérêts des actionnaires dans la perception de certains[268], n'est pas sans laisser de traces sur les institutions du GE. Il s'agit alors d'une illustration de la **proposition 7**, selon laquelle les systèmes de GE changent en fonction des schémas mentaux partagés. En France, au cours de la dernière quinzaine d'années, l'idéologie dominante a en effet fait une place de plus en plus importante au marché.

1.2. L'Allemagne consensuelle

Selon Batsch (1995, p. 58), le droit allemand « reflète l'idée que la société [de capitaux] a une existence durable, par delà la rotation des actionnaires. Les actionnaires changent, la société reste. L'intérêt social dépasse celui des actionnaires. La société a donc valeur d'institution en tant qu'organisation reconnue pour représenter l'intérêt général. » Ce point de vue est partagé par Schilling (1997). Il montre, en effet, que la philosophie de la valeur actionnariale (*shareholder value*) ne correspond pas à l'approche allemande traditionnelle. Cette dernière apparaît, au contraire, marquée par le souci de la pérennité de l'entreprise en tant que telle. Dans ce contexte, l'intérêt qui prime est celui de la société dans son ensemble (Schilling, 1997, p. 1910). Les organes de contrôle sont alors conçus pour agir dans cet esprit.

[268] Cf. par exemple la position exprimée par Peyrelevade (1998).

Roe (1999) souligne le rôle de la socialisation des dirigeants dans différents pays[269] pour expliquer les divergences idéologiques en matière de GE. A ce sujet, certains observateurs font remarquer que les dirigeants allemands ne seraient pas motivés par la recherche de la valeur actionnariale maximale (Yoshimori, 1995 ; Roe, 1999). Afin de mieux faire ressortir les spécificités de la « philosophie » allemande, Schneider-Lenné[270] (1994, p. 284) compare celle-ci avec l'approche anglo-saxonne.

> « *Lorsque des dirigeants britanniques décrivent leurs entreprises, ils le font dans le langage de l'analyse financière, avec des chiffres précis sur l'évolution des profits, sur le retour sur investissement (return on investment), sur le PER (price-earnings ratio), et sur la valeur actionnariale. En Allemagne, la situation est très différente : lorsqu'on s'intéresse à un groupe, la discussion a tendance à se focaliser sur les produits et le chiffre d'affaires, sur la part de marché, et sur le nombre de personnes employées. Les profits apparaissent comme un sujet relativement subsidiaire.* »[271] (notre traduction).

Le concept de valeur qui sous-tend une telle approche tient alors compte des intérêts d'autres partenaires de la firme que les seuls actionnaires. Mais, nous avons vu plus haut que la représentation pluraliste est insuffisante pour déterminer concrètement les dimensions du système de GE. Nous devons alors nous interroger sur la nature de la composante technique du schéma mental allemand. Quels sont les mécanismes perçus comme efficaces dans la réalisation des valeurs pluralistes ? Dans ce contexte, et contrairement à la France, la gestion de la grande entreprise en Allemagne se fonde sur une philosophie que l'on peut qualifier de consensuelle (Schneider-Lenné, 1994, p. 285). En effet, la recherche du consensus aurait une influence importante sur « la structure du pouvoir et l'organisation du management » (Albert, 1991, p. 131). Il en résulte une participation directe de différentes parties prenantes au sein des diverses instances de GE. Ainsi, le consensus semble un fondement important de la cogestion, pour laquelle s'est développée une « culture »(entretien S) participative. Cette dernière repose sur une représentation de l'entreprise comme « une véritable *communauté*

---

[269] Ainsi, aux Etats-Unis, la formation dans les *business schools* contribue à la propagation de la norme de la valeur actionnariale. A ce sujet, il semble intéressant de mentionner qu'en France, depuis plus d'une vingtaine d'années, c'est la même démarche qui prévaut dans l'enseignement. On peut cependant s'interroger sur la rapidité de la propagation des normes sur cette voie. En effet, compte tenu de l'âge moyen des dirigeants des grands groupes en France, il est raisonnable de supposer qu'un certain nombre d'entre eux a reçu sa formation initiale dans un contexte différent. L'enseignement reste néanmoins un vecteur potentiel de l'évolution des schémas mentaux.

[270] Signalons qu'il s'agit d'un ancien membre du directoire de la Deutsche Bank.

[271] « When British managers describe their companies, they do so in the language of financial analysis, with precise figures on the development of profits, return on investment, the price-earnings ratio, and shareholder value. In Germany the situation is quite different : when one calls on a company, discussion tends to centre on products and turnover, market share, and the number of people on the payroll. Profits seem to be rather a subsidiary issue. »

d'intérêts » (Albert, 1991, p. 132, italiques dans l'original). Ces observations confèrent une certaine crédibilité à la **proposition 7**, selon laquelle le système de GE est issu du processus de l'institutionnalisation du schéma mental partagé.

En Allemagne, ce dernier possède des origines idéologiques multiples. Ses contours actuels se sont formés au cours du temps. En effet, le schéma mental partagé puise dans des sources aussi variées que le constitutionnalisme allemand du milieu du 19ème siècle, le paternalisme industriel, le social catholicisme, le syndicalisme de l'entre-deux-guerres, et l'effort de démocratisation mené par les alliés (Bertelsmann Stiftung et Hans-Böckler-Stiftung, éd., 1998, p. 29). Ainsi, l'histoire de la codétermination allemande, désormais partie intégrante du système de GE, est celle d'une longue série de compromis entre les différentes catégories de parties prenantes. En fait, l'idée du compromis né de la rencontre directe des divers *stakeholders* n'a pas toujours fait l'unanimité. Encore dans les années 1970, le débat idéologique était très vigoureux (Bertelsmann Stiftung et Hans-Böckler-Stiftung, éd., 1998, p. 31). Depuis, la pratique de la codétermination et la perception de son succès relatif ont permis d'ancrer l'approche consensuelle profondément dans les esprits.

Le terme d'*économie sociale de marché*, né dans le cadre des réformes de l'après-guerre[272] et toujours très populaire en Allemagne, résume le pluralisme du modèle. Bien qu'il souligne l'élément social, il reste en effet attaché aux principes d'une économie de marché. Une telle conception des rapports entre partenaires de la firme évite cependant une focalisation sur les seuls actionnaires, et il se distingue en cela du modèle « moniste », typique des pays anglo-saxons (Yoshimori, 1995). Selon Albert (1991), la firme allemande « n'est jamais considérée comme la simple rencontre provisoire d'intérêts convergents, ni comme une simple 'machine à *cash-flow*'. Elle est, au contraire, conçue comme une institution, une communauté durable qu'il faut protéger. » (p. 168, italiques dans l'original). C'est pour cette raison que des instruments d'incitation et de contrôle, conçus dans l'intérêt actionnarial, sont souvent regardés avec un œil critique par une grande partie de la population allemande. Ceci explique par exemple pourquoi les « *stock options* ne sont pas tout à fait considérés comme éthiques » en Allemagne (Goldstein, 1998, cité dans Roe, 1999). Une autre manifestation de la philosophie pluraliste se situe au niveau des principes comptables, qui ont été conçus dans l'esprit de la protection des créanciers (Schneider-Lenné, 1994, p. 285). Comme conséquence,

[272] Pour une synthèse concernant le rôle joué par la philosophie de l'économie sociale de marché dans l'évolution du cadre institutionnel allemand, le lecteur intéressé peut se référer à Zinn (1992).

le dirigeant possède une certaine latitude pour constituer des « réserves cachées » qu'il est capable de mobiliser à des moments critiques. Le bénéfice potentiellement appropriable par les actionnaires s'en trouve réduit. Cet exemple illustre comment le schéma mental partagé, à travers l'institution des règles comptables[273], peut influer sur les conditions de financement. Le dirigeant est en fait susceptible de disposer plus librement des ressources financières générées en interne. Ceci est un indice cohérent avec l'idée d'une relation entre les spécificités du système de GE et les possibilités de financement.

La représentation que partage une large partie de la population allemande concernant le statut des divers *stakeholders* au sein de l'entreprise n'est cependant pas statique. En effet, Albert (1991) décèle l'attrait médiatique prétendument supérieur de ce qu'il appelle le modèle néo-américain. Idéologiquement, ce dernier semblerait faire reculer la philosophie qui sous-tend le modèle allemand (Albert, 1991, p. 192). Notons également que, selon le même auteur, « [u]n des vecteurs les plus puissants de diffusion du modèle néo-américain est sans doute la *finance* » (p. 207, nos italiques). Le succès croissant que rencontre la philosophie de la valeur actionnariale semble en effet lié aux conditions d'accès au marché des capitaux (Schilling, 1997, p. 1910). Aujourd'hui, les banques, qui suivent les évolutions du marché ainsi que son intégration croissante de près, semblent se trouver parmi les promoteurs les plus vigoureux de la valeur actionnariale. Schneider-Lenné (1994, p. 294) soutient, par exemple, que la Deutsche Bank a procédé à l'acquisition de Morgan Grenfell, afin d'obtenir accès aux « philosophies bancaires anglo-américaines ». Et Hilmar Kopper, ancien dirigeant de la Deutsche Bank et désormais président de son conseil de surveillance, regrette l'absence d'une culture plus conflictuelle au sein des conseils allemands (*ManagerMagazin*, août 1999). Notons que la résonance croissante de telles idées affecte, entre autres à travers le processus législatif, le système de GE. La « loi concernant le contrôle et la transparence des entreprises » (*Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*)[274], promulguée le 27 avril 1998, en est l'expression récente. Ce constat s'accorde avec notre **proposition 7**. Notons cependant que le schéma mental partagé traditionnel se caractérise par une certaine stabilité et que son évolution est relativement lente. Ceci incite certains observateurs de la scène allemande à décrire l'évolution des mentalités outre-Rhin comme graduelle[275].

[273] Signalons à ce sujet le militantisme de certains promoteurs du GE, inspirés par le référentiel anglo-saxon, en faveur des règles comptables plus transparentes.
[274] Bundesgesetzblatt Jahrgang 1998 Teil I Nr. 24, Bonn le 30 avril 1998.
[275] Cf. par exemple la prise de position de Bernd Wieczorek (*ManagerMagazin*, août 1999, p. 38). Les réactions face à la tentative d'OPA hostile de Krupp en 1997 en sont un autre exemple. Nous y reviendrons.

Section 2 : Les piliers des systèmes de GE traditionnels

Les schémas mentaux partagés constituent le fondement idéologique des systèmes de GE. Ces derniers sont en quelque sorte l'incarnation institutionnelle de la « philosophie nationale » de la firme. Nous verrons ainsi que le rôle central traditionnellement accordé à l'Etat au sein du schéma français trouve son corollaire dans les institutions de GE (2.1.). L'Allemagne, également caractérisée par un schéma mental dépassant les seuls intérêts des actionnaires, a choisi une voie différente. La codétermination ainsi que l'importance des grandes banques au sein du système de GE (2.2.) institutionnalisent des relations plus directes entre le dirigeant et les autres partenaires de la firme.

2.1. GE et puissance publique en France

Pendant longtemps, l'Etat a joué un rôle puissant au sein du système de GE français, et cela à plusieurs niveaux. Nous identifions notamment quatre pôles d'influence, utilisés, dans le passé, par l'administration publique. (1) Sa politique industrielle a parfois conduit l'Etat à interférer directement avec la stratégie de certaines grandes entreprises. (2) Son contrôle du circuit financier était un pôle d'influence important. (3) Les structures de GE des entreprises nationalisées, dont certaines comptaient parmi les plus importantes en France, dépendaient directement des décisions gouvernementales. (4) Et, enfin, une grande partie de l'élite managériale devait (et doit toujours) sa formation et ses premières expériences professionnelles à un parcours administratif.

A la fin des années 1940, un certain nombre de réformes traduisent au niveau réglementaire la perception, selon laquelle l'Etat est l'acteur privilégié pour l'organisation efficiente de l'activité économique. Ceci a un impact plus ou moins direct sur l'espace discrétionnaire des dirigeants des grandes entreprises. En effet, dans certains secteurs considérés comme stratégiques, les pouvoirs publics procèdent à des nationalisations (exemple : l'énergie), ou suivent de très près la gestion des firmes restées dans le secteur privé. Tel est notamment le cas de la sidérurgie. Bien qu'elle échappe dans un premier temps à la nationalisation[276], les contraintes exercées sur sa stratégie par l'Etat sont très fortes (cf. Lesourne, 1998, p. 96). Ces contraintes se justifient notamment par le fait que le financement

[276] La nationalisation officielle n'interviendra qu'au début des années 1980.

du développement du secteur dépend essentiellement de fonds publics. L'Etat accorde, en effet, des prêts à taux d'intérêt réduit. Lesourne (1998, p. 96) cite le propos, recueilli vers 1970, d'un dirigeant du secteur de l'acier : « Vous voulez des détails sur nos comptes, demandez-les à l'administration. Ils les connaissent mieux que nous ! ».

Plus globalement, l'Etat contrôle l'essentiel du circuit financier. Ainsi, l'exportation et l'importation de capitaux sont limitées à cause du contrôle des changes. La Bourse joue un rôle mineur dans le financement des entreprises[277]. Une citation célèbre du général de Gaulle est tout à fait significative à cet égard : « La politique de la France ne se fait pas à la corbeille ». Ce sont, au contraire, les banques, et le Trésor et ses satellites, qui assurent l'essentiel du financement de l'économie (Albert, 1991, p. 269). Dans ce contexte, le statut privilégié de l'Etat ressort encore plus clairement quand on sait que les grandes banques de dépôt sont également nationalisées dans le cadre des réformes de l'après-guerre. Lesourne (1998, p. 95) décrit la situation comme suit.

> « Pour contrôler le *crédit* et le *financement des investissements*, l'Etat nationalise les grandes banques de dépôt : Crédit lyonnais, Société générale, Banque nationale du commerce et de l'industrie, Comptoir national d'escompte de Paris. Placé sous la tutelle du Trésor, l'ensemble doit se plier à des directives strictes qui segmentent le marché des capitaux et administrent les taux en fonction des usages. Les banques d'affaires restent privées. Une concession anormale aux yeux des partisans de l'économie planifiée qui finiront par obtenir leur nationalisation – éphémère – au début des années 80. » (italiques dans l'original).

Les structures de GE des firmes nationalisées, et notamment la composition de leurs conseils d'administration, dépendent directement de la politique des pouvoirs publics. Notons cependant que la force des mécanismes de gouvernance contrôlés par l'Etat est variable selon le type d'entreprise étudié. Elle est la plus intense pour les firmes nationalisées. Mais, même le secteur privé ressent l'influence – cependant plus indirecte – de l'Etat. Au delà du contrôle du circuit financier, dans de nombreux cas, le secteur public au sens large est un client majeur. De cette façon, « [u]ne forte symbiose s'instaure entre l'appareil d'Etat et les groupes privés » (Lesourne, 1998, p. 98).

[277] Bien que la forte emprise de l'Etat sur le circuit financier jusqu'au milieu des années 1980 soit une particularité française, il convient néanmoins de rappeler l'étude de Corbett et Jenkinson (1996), qui montre que certains observateurs exagèrent beaucoup le rôle de la Bourse dans le financement de l'investissement dans les pays anglo-saxons. Ainsi, aux Etats-Unis, le financement interne apparaît comme la source de financement la plus importante. Les obligations, et surtout les actions, prennent une place très variable selon les périodes (*op. cit.*, p. 82). En effet, d'un niveau relativement élevé de 7,3 % entre 1970 et 1974, le financement net par capitaux propres externes devient fortement négatif pendant la deuxième moitié des années 1980 (-29,6 %).

Concernant, plus particulièrement, les entreprises nationalisées en France, on constate surtout la complexité des différents mécanismes de gouvernance, contrôlés par l'Etat (cf. Charreaux, 1997, c). Il convient cependant de noter que leur influence sur l'espace discrétionnaire du dirigeant n'est pas univoque. Ainsi, Charreaux (1997, c, p. 47) fait remarquer que, « [c]omparativement à la vision du contrôle exercé par les actionnaires dispersés de l'entreprise managériale, le contrôle de l'Etat peut apparaître, dans une première approche, intense et rigoureux ». Ce contrôle s'exerce, en effet, à plusieurs niveaux, de la tutelle technique d'un ministère, en passant par la tutelle économique et financière du ministre de l'Economie et des Finances, par le contrôle par la Cour des comptes et par le contrôle parlementaire, à divers systèmes de contractualisation. Mais, malgré ces différentes instances de contrôle, le principe de gestion est celui de « l'autonomie responsable ». Dans ce contexte, certains dirigeants parviennent même « à une autonomie quasi-totale de stratégie » (Charreaux, 1997, c, p. 48). Selon la même étude, cette autonomie se trouve cependant contrainte, lorsque la firme dépend en grande partie de l'Etat pour le financement de ses investissements[278]. Par ailleurs, à l'aide du cas du Crédit Lyonnais, Charreaux (1997, c) illustre que l'impact de la gouvernance étatique sur la latitude manageriale n'est pas global, mais dépend des différentes dimensions de l'espace discrétionnaire du dirigeant. L'auteur se réfère à la commission d'enquête chargée du dossier de la banque publique et constate que, sur trois types d'opérations, l'intervention de l'Etat reste exceptionnelle seulement dans le cas des crédits à des clients sensibles. La tutelle semble, au contraire, active pour les prises de participation et les opérations en capital, ainsi que pour les opérations d'intérêt général (*op. cit.*, p. 48). Signalons enfin que, surtout en matière de politique de financement, la latitude des dirigeants a parfois été fortement limitée par l'influence de l'Etat. A ce sujet, citons encore Charreaux (1997, c, p. 49) : « on peut vraisemblablement prétendre que le caractère malsain de la croissance du Crédit Lyonnais, dans laquelle des investissements fortement risqués ont été financés avec *un apport très insuffisant de fonds propres*, est dû à la sujétion aux pouvoirs publics qui, pour accroître *leur* latitude discrétionnaire, ont *ponctionné les liquidités créées* et, pour maintenir le contrôle public sur le capital de la banque, ont *empêché cette dernière d'augmenter son capital* par appel au marché financier »(nos italiques).

Les liens entre l'Etat et certains grands groupes, qu'ils soient privés ou publics, existent également au niveau de la formation des élites managériales. En effet, une grande

[278] Nous verrons, par la suite, qu'une telle dépendance financière était caractéristique du cas Usinor jusqu'au milieu des années 1980.

partie des dirigeants des plus grandes entreprises françaises a reçu sa formation à l'ENA et/ou a débuté sa carrière dans l'administration publique. Bertin-Mourot et Bauer (1996, p. 22) constatent que « [c]'est en France [...] que la circulation des élites des sommets de l'Etat vers les sommets des entreprises est la plus importante ». De cette manière, les grandes entreprises sous-traitent partiellement la procédure de « détection-sélection-formation de leurs dirigeants » à l'Etat (Bertin-Mourot et Bauer, 1996, p. 23). Dans ce contexte, il est intéressant de noter que les « viviers » de l'élite managériale semblent marqués par une certaine stabilité au cours du temps (*ibid*). Il est probable que ce type de socialisation exerce une influence non négligeable sur la formation des schémas mentaux. Nous avons ainsi identifié un déterminant potentiel de la dépendance de sentier (au sens de North). Ceci peut alors expliquer, en partie, pourquoi malgré les transformations qu'a subi le capitalisme français depuis le milieu des années 1980 le schéma traditionnel n'est pas neutre pour la trajectoire future du système de GE[279]. Certains observateurs estiment, en fait, que la formation des dirigeants n'a pas connu la même ouverture que le capital (Les Echos, 07/12/1998, *Le Planisphère*).

Pour résumer, nous constatons que l'Etat joue traditionnellement un rôle significatif au sein du système de GE français. Selon Albert (1991, p. 267), il s'agit « [d']un Etat colbertiste qui n'a cessé de mettre en tutelle l'économie : protectionniste et dirigiste d'un côté, mais de l'autre investisseur, créateur, saint-simonien ». Par la suite, nous allons voir que les limites à la latitude managériale imposées par les pouvoirs publics se sont progressivement assouplies. Bien que moins importantes qu'avant, elles restent cependant souvent plus fortes que ce n'est le cas dans les autres pays industrialisés. A cet égard, nous pouvons citer l'exemple du marché du contrôle, traditionnellement moins développé en France que dans les pays anglo-saxons. Franks et Mayer constatent en 1990 encore que les autorités publiques possèdent une grande latitude dans l'application des règles concernant les prises de contrôle (p. 228). Ainsi, dans certains cas, le gouvernement français aurait retardé la reprise d'une firme par des étrangers afin de trouver une « solution française » (Franks et Mayer, 1990, p. 209). L'exemple récent de la bataille boursière opposant la BNP à la Société Générale et Paribas représente également une tentative d'ingérence des pouvoirs publics, en même temps qu'il illustre l'affaiblissement des moyens d'intervention. Ainsi, le ministre de l'Economie et le gouverneur de la Banque de

[279] En effet, les mutations du système de GE ne procèdent pas par l'élimination complète de ses antécédents historiques, mais s'opèrent en cohérence avec ces derniers. Notons à ce sujet que Peyrelevade (1998, p. 31) prétend déceler dans l'attitude de la majorité des patrons français une « préférence pour l'existant ». Le rapport Viénot, bien qu'il propose certaines mesures visant une évolution du GE, relèverait fondamentalement du même état d'esprit.

France préfèrent clairement une solution négociée entre les trois établissements bancaires à un dénouement par le marché. Au cours des événements, les pouvoirs publics ont usé de leur capacité à suspendre une surenchère de la Société Générale sur Paribas pour convoquer les différents protagonistes à la table des négociations (Le Monde, 27 et 28 juin 1999). Dans ces négociations, le gouverneur de la Banque de France soumet son propre projet aux parties. N'ayant pas le pouvoir de l'imposer, l'échec des négociations signifie cependant l'obligation d'attendre la fin de la procédure boursière pour obtenir une solution. Les Echos (01/07/1999) commentent le cours des événements comme suit. « Cette négociation, frustrante et infructueuse, montre que l'autorité de tutelle n'a pas les moyens d'empêcher, comme l'a souhaité publiquement le ministre de l'Economie, que le seul 'hasard des marchés' arbitre un des plus importants mouvements de restructuration bancaire que la France ait connus. » Avant d'analyser de plus près le retrait progressif de l'Etat de la gouvernance des entreprises françaises[280], nous allons d'abord faire une présentation des caractéristiques traditionnelles du système de GE allemand.

2.2. Le cas Allemand : contrôle bancaire et cogestion

Nous avons vu plus haut que le schéma mental partagé en Allemagne est caractérisé par la prise en compte des intérêts de *stakeholders* multiples, mais que, contrairement à la France, les mécanismes jugés efficients consistent en des relations directes entre les diverses catégories de parties prenantes. En effet, selon la doctrine de *l'économie sociale de marché*, l'Etat doit limiter son rôle à une intervention sur le cadre institutionnel de l'économie. Une ingérence directe des pouvoirs publics dans les relations entre partenaires de la firme apparaît comme peu souhaitable selon cette approche. Ainsi, au cours du temps, un système de GE s'est formé, qui institutionnalise des limites de la latitude managériale émanant directement de l'influence des parties prenantes, et notamment des banques et des salariés.

A travers sa législation concernant les organes de contrôle des sociétés, l'Etat contribue à l'institutionnalisation du système de GE. Notons à ce sujet que la société par actions allemande se distingue de la plupart de ses homologues étrangers par un conseil

[280] Il convient, à ce niveau, de noter que l'intervention de l'Etat concernait surtout les grandes entreprises et certains secteurs. Ainsi, le système de GE traditionnel de la France, tel que nous le décrivons ici, ne s'appliquait pas de la même manière à toutes les entreprises. Supposer cela serait donner une représentation caricaturale de la situation dans l'Hexagone. Rappelons, cependant, que l'objectif de cette section n'est pas de proposer un inventaire exhaustif du système français dans son ensemble, mais de faire ressortir les *dimensions pertinentes* de ce système *pour analyser le cas Usinor*. La contextualisation de ce dernier justifie alors le rôle privilégié que nous assignons à l'Etat dans la description du système de GE.

double. Ainsi, depuis 1870[281], il existe une séparation formelle entre gestion et contrôle. Dans ce contexte, le directoire (*Vorstand*) assure la gestion, alors que le conseil de surveillance (*Aufsichtsrat*) exerce la fonction de contrôle. Cette répartition des taches signifie également qu'un membre du directoire ne peut pas appartenir au conseil de surveillance de la même société. Ce dernier désigne, en effet, les dirigeants et décide de la prolongation de leur contrat, qui a généralement une durée de cinq ans (Baums, 1992, p. 504). Par conséquent, le non renouvellement constitue un moyen disciplinaire important, la révocation avant le terme du contrat étant seulement possible pour motif de faute.

Au delà de la consécration formelle de la séparation entre gestion et contrôle, le droit allemand prévoit explicitement un certain nombre de dispositions concernant la structure du conseil de surveillance. Ainsi, en 1951, la loi de la codétermination du secteur de la sidérurgie et du charbon (*Montanmitbestimmungsgesetz*) impose la parité entre les représentants des actionnaires et ceux des salariés. Par ailleurs, le vote d'une personne dite « neutre » est déterminant en cas d'égalité des voix. L'influence potentielle des salariés dans les instances de GE est par la suite étendue à d'autres secteurs d'activité. La loi de codétermination de 1976 (*Mitbestimmungsgesetz von 1976*) stipule que toute société de capitaux ayant plus de 2000 salariés doit constituer un conseil de surveillance dont la moitié des membres est élue par les salariés. Contrairement à la codétermination acier/charbon, il n'y a cependant pas de personne « neutre », mais le président du conseil, toujours désigné par les actionnaires, dispose d'une voix double en cas de blocage.

Les règles formelles de la codétermination sont issues d'un long processus, dans lequel le débat idéologique concernant le statut des salariés a été déterminant. Notons cependant que le cadre légal définit seulement le poids *potentiel* des salariés. Il apparaît, en effet, que la codétermination implique un impact *réel* de cette catégorie de partenaires de la firme plus ou moins important selon l'entreprise considérée. Ainsi, Gerum, Steinmann et Fees (1988) montrent empiriquement que les règles légales sont relativement larges, et que leur application conduit à une cogestion d'intensité variable. Par conséquent, le dispositif légal mis en place par l'Etat laisse une grande marge de liberté quant à l'aménagement concret des structures de GE dans le cas de chaque entreprise. Toujours est-il que la pratique de la codétermination des dernières décennies semble globalement avoir induit « l'acceptation culturelle » de la participation des salariés à la réflexion stratégique, ainsi que la

[281] Baums (1992, p. 504).

reconnaissance de leur responsabilité (Bertelsmann Stiftung et Hans-Böckler-Stiftung, éd., 1998, p. 8).

La codétermination n'est cependant pas la seule particularité du système de GE allemand. A l'intérieur de ce dernier, les grandes banques jouent en effet un rôle central. La banque universelle (*Universalbank*), qui est autorisée à exercer tout type d'activité financière (intermédiation classique, courtage, etc.), est le modèle qui prévaut en Allemagne. L'influence de ces banques au sein du système de GE allemand a plusieurs sources (Baums, 1992). Les grands établissements financiers détiennent en effet des participations, souvent substantielles, dans le capital d'un certain nombre d'entreprises industrielles. Mais, au delà de ces participations, c'est surtout le système de vote par procuration (*Depotstimmrecht*), qui confère à la banque universelle un poids considérable lors des assemblées générales des entreprises (Gottschalk, 1988). Les actionnaires particuliers de ces dernières déposent en fait leurs titres auprès des maisons bancaires, qui exercent le droit de vote pour le compte de leurs clients. De ce fait, même pour les firmes ayant un actionnariat dispersé, l'exercice des droits de vote est finalement caractérisé par un haut degré de concentration. Enfin, un troisième vecteur d'influence des banques est la présence de leurs représentants au sein de nombreux conseils de surveillance des plus importantes entreprises allemandes.

La proximité des relations entre les firmes allemandes et les grandes banques comme la Deutsche Bank, la Dresdner Bank et la Commerzbank[282] apparaît ainsi comme une spécificité du capitalisme allemand. Ces relations se sont progressivement formées au cours de l'histoire industrielle. En effet, les entreprises qui se sont développées lors de l'industrialisation de l'Allemagne au cours de la deuxième moitié du 19ème siècle dépendaient en grande partie du financement externe en provenance des banques (Schneider-Lenné, 1994, p. 288). Da Rin (1996) retrace l'histoire des relations entre banques et industrie outre-Rhin entre 1850 et 1914. Il explique les évolutions, telles que l'intensification de l'exercice du vote par procuration et la propagation du cumul des mandats de surveillance, par le désir des banques d'avoir accès à des informations permettant une amélioration du contrôle

[282] Gottschalk (1988, p. 299) fait remarquer que ces trois établissements bancaires, étant les plus importants en 1988, se détachent nettement des autres par rapport à leur impact sur le GE. L'auteur examine la structure des droits de vote de 32 grandes entreprises allemandes. Ces dernières ont été retenues parmi les 100 firmes les plus importantes lorsque plus de 50% du capital était détenu par un actionnariat dispersé et les banques. Pour les entreprises étudiées, Gottschalk trouve en effet qu'en 1986, en moyenne, 45,44% des droits de vote étaient contrôlés par le seul groupe des trois banques mentionnées.

de leurs intérêts. Historiquement, l'important recours au financement bancaire[283] apparaît alors comme une cause de l'essor d'une des composantes du système de GE allemand. Notre confiance en la **proposition 9**[284] s'en trouve augmentée.

Certains auteurs supposent également qu'à notre époque l'influence des banques dans les instances de GE en Allemagne favorise le financement par prêt bancaire (Baums, 1992, p. 518). Il s'agirait alors du lien causal inverse, le système de GE induisant une certaine politique de financement. Cette relation n'est cependant pas confirmée empiriquement. Ainsi, Edwards et Fischer (1994), tout en reconnaissant la fonction des banques en termes de gouvernance, rejettent l'idée très répandue, selon laquelle l'endettement constituerait la source de financement privilégiée des firmes allemandes. Rajan et Zingales (1995, p. 1433) constatent également que la faiblesse du levier financier des firmes allemandes est surprenante en regard des conclusions de certains travaux antérieurs. Rappelons à ce niveau que l'espace discrétionnaire supposé dans notre cadre conceptuel exclut un déterminisme structurel illimité. La relation entre système de GE et politique de financement des firmes s'en trouve complexifée. En effet, bien que le cadre institutionnel facilite potentiellement le recours à certains types de financement, ces derniers ne seront cependant pas utilisés, lorsque la perception des possibilités de création et d'appropriation de rentes pousse le dirigeant à privilégier d'autres sources.

L'examen des statistiques du financement des firmes allemandes révèle en effet l'importance de l'autofinancement et la relative faiblesse de l'endettement. La comparaison des stocks de financement des entreprises en France et en Allemagne, présentée dans l'introduction, indique qu'outre-Rhin le financement interne cumulé occupe une place relativement plus importante que dans l'Hexagone. L'interprétation de la politique de financement à partir des bilans nous fournit ainsi certains renseignements, mais oblige cependant à une prudence extrême, car ces données ne nous informent pas sur le financement initial de l'investissement. Dans ce contexte, les flux d'autofinancement, représentés en introduction, sont intéressants. Ils montrent, en effet, que le taux de financement interne des entreprises françaises, bien que relativement faible au départ, s'inscrit, par la suite, dans une

[283] Schneider-Lenné (1994, p. 288) signale qu'au cours de l'industrialisation allemande les banques fournissaient des financements externes sous des formes diverses, qu'il s'agisse d'une participation au capital ou de prêts bancaires.

[284] Nous en rappelons le contenu : Le recours croissant des entreprises d'un pays à un certain type de financement est une cause du changement de contenu du répertoire des mécanismes de GE constituant le système de GE.

tendance à la hausse, et atteint ainsi un niveau comparable à celui des firmes allemandes. Schneider-Lenné (1994, p. 292-293) compare les sources de financement des entreprises au Royaume Uni et en Allemagne. Elle conclut que, globalement, le financement des sociétés des deux pays est relativement similaire. Des différences importantes apparaissent cependant lorsqu'on effectue une comparaison des firmes de différentes tailles[285] et formes juridiques. Ainsi, les sociétés par actions font comparativement plus appel aux fonds internes que d'autres types de sociétés outre-Rhin (Edwards et Fischer, 1994, p. 92). Par ailleurs, en comparant uniquement la structure de financement des grandes entreprises entre 1982 et 1988, on s'aperçoit que l'importance des ressources internes en Allemagne (89,6%) est plus marquée qu'au Royaume Uni (58,2%) (source : *Centre for Economic Policy and Research*, cité dans Schneider-Lenné, 1994, p. 304). Cette différence s'explique partiellement par un taux de distribution de dividendes plus élevé dans le contexte britannique (Schneider-Lenné, 1994, p. 293). Par ailleurs, la comptabilité allemande confère une certaine latitude aux dirigeants, leur permettant d'accumuler des réserves « cachées » qui peuvent servir au lissage des résultats futurs (Rajan et Zingales, 1995, p. 1427). Les réserves ainsi constituées échappent, du moins temporairement, à l'appropriation potentielle par les actionnaires. Cette latitude des dirigeants allemands à accumuler du *slack* constitue donc une explication potentielle du faible recours à l'endettement, malgré le rôle important des banques au sein du système de GE.

Les provisions pour retraites sont un autre facteur important pour l'accumulation de ressources internes. Il semble ainsi qu'entre 1980 et 1990 l'accroissement des provisions pour retraites représente un montant comparable à l'émission de capitaux propres nouveaux (Hauck, 1993, p. 556). De ce fait, les salariés des grandes entreprises, représentés dans les instances de GE, apparaissent comme une catégorie spécifique d'investisseurs. En effet, une partie de la rente organisationnelle qui leur revient est retenue dans la firme pour le financement de ses investissements. Ceci signifie alors un renforcement de l'autofinancement.

[285] Signalons à ce sujet que la gouvernance des PME obéit à une logique spécifique. Le conseil de l'expert comptable est souvent important pour la prise de décision du dirigeant. Par ailleurs, les organes de contrôle se distinguent souvent de ceux des grandes sociétés par actions. Pour prendre l'exemple allemand, citons les entreprises de moins de 2000 salariés, pour lesquelles la composition du conseil de surveillance accorde un poids moindre aux salariés. Ces quelques exemples montrent que l'examen des spécificités du GE des PME constituerait un thème de recherche à part entière. Il est vraisemblable que ces spécificités ne sont pas sans liens avec la politique de financement (exemple : accès des PME au marché des capitaux). Pour notre part, nous nous focalisons sur l'étude des grandes entreprises. Les cas d'Usinor et de Thyssen ont été choisis dans cet esprit.

Notons que l'évolution du marché des capitaux se trouve affectée par l'accumulation du *slack* en général, et par les provisions pour retraites en particulier. En effet, les ressources générées en interne sont réinvesties dans l'entreprise, au lieu d'être transférées à des fonds de pension. De cette façon, par rapport à d'autres pays (notamment anglo-saxons), il y a une part relativement importante de la rente organisationnelle qui reste sous le contrôle du dirigeant. En contrepartie, une part relativement faible transite par le marché des capitaux. Ce dernier joue alors traditionnellement un rôle plutôt marginal pour le financement de l'économie allemande. En 1963, la capitalisation boursière des entreprises nationales cotées s'élève à 22% du produit national brut seulement (Hauck, 1993, p. 555). Le même chiffre est de 25,6% en 1993 (Lannoo, 1994, p. 163). Signalons que, sur la même période et selon les mêmes sources, la capitalisation boursière en France passe de 24% à 36,7%, ce qui signifie une évolution plus soutenue qu'en Allemagne[286].

A la faible importance (historique) du marché des capitaux dans le financement de l'industrie allemande correspond le fait que les mécanismes disciplinaires émanant directement du fonctionnement de ce marché sont peu développés. Le marché du contrôle outre-Rhin se caractérise, en effet, traditionnellement par la rareté de l'occurrence d'OPAs hostiles (Franks et Mayer, 1990, p. 197). Plusieurs spécificités du cadre institutionnel allemand concourent à expliquer la faible activité du marché des prises de contrôle hostiles (Franks et Mayer, 1997, p. 41-42). Ainsi, la structure du capital d'une large partie des entreprises est typiquement concentrée. De ce fait, il s'avère difficile d'acquérir la majorité des actions d'une société sans l'accord des principaux actionnaires, détenteurs des blocs de contrôle. Or, ces derniers s'engagent souvent à long terme avec la firme qu'ils financent[287].

[286] Signalons cependant que le ratio capitalisation boursière / produit national brut ne constitue qu'une approximation très grossière pour mesurer l'importance du marché des capitaux dans le financement des entreprises. En effet, à côté de la levée de fonds en Bourse, d'autres facteurs, dont notamment l'effet de valorisation du marché, expliquent la plus ou moins grande importance de la capitalisation. Ainsi, bien que le ratio cité donne un point de repère par rapport au montant global des fonds investis sur le marché des capitaux, l'argument de valorisation, entre autres, explique pourquoi la relation entre la capitalisation et le rôle du financement est faible, comme l'illustre l'exemple américain. En effet, l'étude de Hauck (1993) enregistre une capitalisation du marché américain de 74,5 % du produit intérieur brut en 1991, alors que Corbett et Jenkinson (1996) nous rapportent une contribution nette négative du financement par actions pour la fin des années 1980. Cette contribution est néanmoins positive et largement supérieure au chiffre correspondant pour l'Allemagne pendant d'autres années (1970-1974). Par conséquent, l'interprétation du ratio de capitalisation boursière doit tenir compte du fait que ce chiffre nous renseigne surtout sur l'importance *historique* du financement boursier et sur la valorisation du marché, plutôt que sur la politique de financement *courante*. Signalons, à ce sujet, que la faible disponibilité de données agrégées homogènes et fiables sur les flux, plus pertinentes en matière de politique de financement, est une des raisons qui justifie notre recours aux études de cas. Du point de vue empirique, ces dernières constituent la contribution principale du présent travail de recherche.

[287] Porter (1992, p. 70) parle même de « capital dédié » pour caractériser les relations entre les investisseurs et la firme dans le contexte allemand.

Les changements de blocs de contrôle ne sont cependant pas complètement exclus. Jenkinson et Ljungqvist (1997) présentent un certain nombre d'études de cas, où une prise de contrôle a été tentée grâce à l'accumulation de tels blocs. Ils montrent en même temps que la prise de contrôle hostile *par offre publique* est quasiment inexistante en Allemagne, compte tenu de la faible dispersion du capital. Dans la majorité des cas, un repreneur potentiel ne peut pas s'adresser au marché (anonyme), mais doit directement approcher les détenteurs de blocs de contrôle. Un autre obstacle institutionnel à l'efficacité du marché du contrôle est que, pour certaines entreprises, il existe une limitation du droit de vote, ne pouvant pas dépasser un certain seuil maximal indépendamment de la fraction du capital détenue. La codétermination, enfin, peut compliquer le remplacement d'un dirigeant, dans le cas où les salariés soutiendraient le management en place. Plus globalement, la préférence d'un mode de fonctionnement consensuel s'oppose aux solutions hostiles, s'opérant à travers les mécanismes anonymes du marché financier. Le schéma mental partagé donne alors la priorité aux négociations directes entre les principales parties prenantes. Liouville (1994, p. 41) conclut que, « dans le passé, les acquisitions hostiles ont surtout été entravées en Allemagne par l'éthique des associés et de leurs partenaires financiers ».

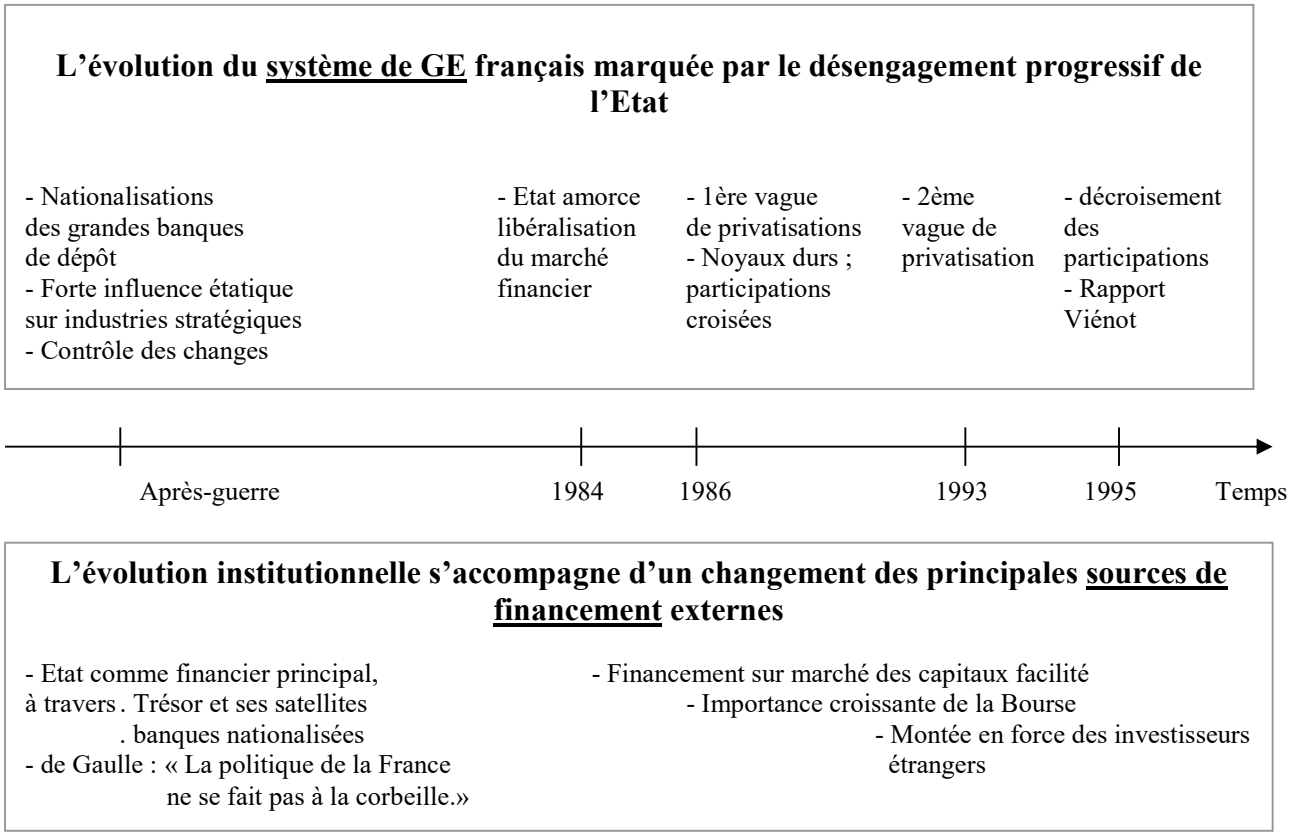
Section 3 : L'évolution des systèmes de GE en France et en Allemagne

Dans la section précédente, nous avons exposé les fondements traditionnels des systèmes de GE en France et en Allemagne. Or, l'environnement institutionnel évolue au cours du temps. Ainsi, le capitalisme français a connu un certain nombre de restructurations significatives (3.1.), dont les bases ont été jetées au milieu des années 1980. Le système allemand, quant à lui, bien qu'il apparaisse *a priori* comme plus stable (Franks et Mayer, 1990, p. 216), n'a pas pu éviter le débat concernant l'efficacité de certains de ses mécanismes de gouvernance traditionnels. Il semble ainsi voué à une évolution graduelle (3.2.).

3.1. Les restructurations significatives du capitalisme français

Pendant les quinze dernières années, le système de GE français a connu un certain nombre de transformations. Le schéma suivant résume les principales évolutions et permet un repérage chronologique rapide.

Figure 11 : Dynamique du système de GE français



En 1984, l'Etat jette les bases de son retrait progressif du contrôle des grandes entreprises[288]. La déréglementation financière initiée à ce moment est d'envergure et implique à terme un renforcement du rôle du marché pour le contrôle des firmes. La COB (Commission des opérations de Bourse) est investie d'une autorité importante (Albert, 1991, p. 271) pour veiller au bon fonctionnement des mécanismes du marché des capitaux. Visant à assurer la sécurité des opérations et la sauvegarde des intérêts des investisseurs, les nouvelles règles contribuent à sortir la Bourse de sa position marginale. Ainsi, l'Etat facilite l'accès au financement direct sur le marché pour certaines entreprises. Notons que ceci est cohérent avec l'idée, selon laquelle un changement du système de GE entraîne une modification du périmètre des possibilités de financement (**proposition 8**). En réalité, ces possibilités ne restent pas inexploitées, comme le montrent clairement les mesures de l'intermédiation financière. Hairault et Portier (1991, p. 66) citent les chiffres du Conseil national du crédit. Il en ressort que le taux d'intermédiation se situe à 71% en 1983 contre 42% en 1986. Les

[288] Rappelons que ce changement majeur s'effectue sous un gouvernement socialiste, ce qui est probablement de nature à faciliter la légitimation ultérieure du rôle accru du marché par d'autres courants politiques.

études économiques de l'OCDE sur la France (1995, p. 174) reprennent également la définition du Conseil national du crédit et affichent, après une hausse passagère qui se termine en 1990 à 59 %, des taux de 46 % en 1991 et de 18 % en 1992. Selon Hairault et Portier (1991), ce mouvement de désintermédiation se fait surtout au détriment des financements proposés par les établissements bancaires traditionnels. D'autres types d'organisations financières semblent, au contraire, bénéficier du rôle accru du marché. Il s'agit notamment des OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières) et des assurances (Hairault et Portier, 1991, p. 74-76).

Malgré la libéralisation du marché financier, toutes les entreprises ne peuvent cependant pas recourir librement au financement en Bourse. Le secteur public reste en effet important, et quelques unes des sociétés les plus importantes se trouvent parmi les entreprises nationalisées. Un changement majeur intervient alors en 1986. Le gouvernement Chirac lance une première vague importante de privatisations. Le récit suivant permet d'apprécier la portée de l'événement.

> « [...] huit grands groupes ont été transférés du public au privé, dont la majeure partie était d'importance énorme (comme par exemple Saint-Gobain, Paribas, CGE, Havas, Société générale et Suez). Les motivations initiales de cette nouvelle politique française peuvent faire penser à un objectif de rapprochement vers le modèle anglo-saxon [**proposition 7**], en cela que le but d'amplifier la dimension de la Bourse, à travers la création de plusieurs millions de nouveaux actionnaires, était prioritaire. » (Prodi, 1991, « Entre les deux modèles », *Il Molino*, cité dans Albert, 1991, p. 265).

La procédure de privatisation se déroule cependant sur un mode très spécifique, qui marquera pendant plusieurs années le visage du capitalisme français. En effet, l'Etat, soucieux que les firmes nouvellement privatisées ne deviennent une cible facile, met en place des *noyaux durs*. Il s'agit là de groupes d'actionnaires stables, qui détiennent une proportion significative du capital. De cette manière, les pouvoirs publics, tout en se désengageant du contrôle direct des entreprises privatisées, conservent cependant une influence sur l'évolution future de leurs structures de contrôle. Une particularité importante de ce système des noyaux durs est le fait que les responsables de l'époque font appel à un cercle d'entreprises relativement restreint pour constituer les groupes d'actionnaires stables (Les Echos, 08/12/1998, *Le Planisphère*). De ce fait, un réseau très dense de participations croisées se met en place. « Ainsi, la plupart des grandes entreprises françaises privées ou privatisées en 1986-1987, puis en 1993-1994, avaient souvent pour caractéristiques d'être actionnaires de leurs

principaux actionnaires » (Les Echos, 08/12/1998). Notons à ce sujet que l'échange des participations capitalistiques s'accompagne généralement d'un échange d'administrateurs. Par conséquent, le système de GE se caractérise par un réseau relationnel relativement fermé.

Les privatisations de 1986 ayant amorcé la diminution du contrôle direct de l'Etat, le mouvement est cependant interrompu suite à un changement de gouvernement. Ainsi, l'étude de l'évolution des liens financiers des plus grandes entreprises françaises fait apparaître qu'en 1991 les entreprises nationalisées sont encore relativement nombreuses et d'un poids considérable (Les Echos, 07/12/1998). Par la suite, un nouveau changement de gouvernement en 1993 entraîne une deuxième vague de privatisations. Cette dernière implique encore la mise en place de groupes d'actionnaires stables, et renforce de ce fait le réseau des participations précédemment décrit.

Notons que ces changements institutionnels majeurs ont été amorcés à l'initiative de l'Etat. Les entrepreneurs organisationnels à l'origine de ce processus sont ainsi à chercher du côté des pouvoirs publics. Nous rappelons à cet égard que l'entrepreneur doit remplir deux conditions. Il doit premièrement avoir une perception des opportunités qui diverge partiellement des idées traditionnelles, et deuxièmement posséder des leviers d'action pour la mise en œuvre de sa stratégie. Dans ce contexte, il est vraisemblable que le fait que les représentants de l'Etat, acteur central du schéma mental partagé, soient eux-mêmes les initiateurs de la libéralisation confère à cette dernière une certaine légitimité[289]. Ceci explique en partie pourquoi, dans ce cas, l'idéologie traditionnelle ne constitue pas un frein plus efficace du changement institutionnel. Rappelons à ce sujet que la **proposition 6**[290] tient compte de l'ampleur de l'écart entre le schéma mental partagé et celui des entrepreneurs organisationnels. Dans le cas français, il est vraisemblable que l'écart perçu par l'opinion publique est peu important du fait que l'Etat lui-même contrôle le changement. Rappelons à cet égard une citation d'Albert (1991, p. 267) concernant la perception traditionnelle du rôle de l'Etat : « un Etat colbertiste qui n'a cessé de mettre en tutelle l'économie : protectionniste et dirigiste d'un côté, mais de l'autre investisseur, *créateur*, saint-simonien » (nos italiques). L'initiative, du fait qu'elle émane de la figure centrale de l'idéologie dominante, paraît légitime. Signalons par ailleurs que l'instauration des premiers noyaux durs, dans lesquels se

[289] L'impact sur l'évolution de l'idéologie dominante est probablement d'autant plus important qu'en 1984 c'est un gouvernement de gauche qui prend l'initiative de la réforme du marché financier.
[290] Proposition 6 : Le schéma mental partagé a une influence modératrice sur *l'ampleur* du changement des structures de GE. De cette manière, il s'oppose aux *ruptures brutales* en faveur d'un changement graduel.

trouvent des firmes publiques, indique la préférence pour une solution française. De cette façon, l'Etat signale sa volonté de faire évoluer le système, sans pour autant stimuler une rupture trop brutale avec les routines nationales.

La libéralisation permet au marché financier d'accroître son poids au sein du circuit financier et du système de GE français. Une des conséquences de ce processus est qu'à fin 1993 la capitalisation boursière de la France s'élève à 36,7% du PNB, contre seulement 25,6% pour l'Allemagne (Lannoo, 1994, p. 163)[291]. L'importance croissante des mécanismes du marché financier pour le GE des firmes françaises à la fin des années 1980 est par ailleurs illustrée par l'observation de Franks et Mayer (1990, p. 198), selon laquelle, depuis peu de temps seulement, quelques prises de contrôle hostiles auraient été tentées en France. Leur nombre serait par ailleurs amené à augmenter dans le futur. En même temps, la force disciplinaire du risque d'une prise de contrôle hostile est diminuée pour certaines entreprises du fait du réseau des participations croisées. Ainsi, l'évolution du système de GE depuis 1984 est double. Elle se caractérise par une substitution de deux formes de contrôle distinctes pour les mécanismes de GE traditionnels. En effet, progressivement le contrôle direct de l'Etat est remplacé par un système de participations croisées, et, dans le cas des sociétés (plutôt rares) dont le capital est très ouvert, par la menace potentielle d'une OPA hostile.

Par ailleurs, la mondialisation implique que les entreprises françaises se trouvent de plus en plus confrontées à la compétition internationale. Or, à l'échelle mondiale, les grands groupes français ne font pas toujours figure de géants. La stratégie d'internationalisation, clairement affichée par certains dirigeants, nécessite cependant des capitaux importants. Dans ce contexte, les entreprises ont un besoin de ressources financières, qu'elles peuvent, entre autres, satisfaire sur le marché financier. Rappelons que certains acteurs économiques y ont plus facilement accès depuis les diverses mesures de déréglementation et de privatisation. En raison de l'intégration internationale croissante du marché des capitaux, les coûts de transaction supportés par un investisseur étranger désirant investir en France sont réduits. Ceci facilite la démarche d'un tel investisseur non-résident, soucieux de diversifier ses placements. Ainsi, une grande partie des firmes les plus importantes accueille une part croissante d'investisseurs étrangers au sein de sa structure de capital. L'étude du Conseil National du Crédit et du Titre (CNCT, 1999) sur le « financement de l'entreprise » considère, en effet, que

[291] Une étude récente du Conseil National du Crédit et du Titre (1999, p. 190 et 191) cite les ratios de capitalisation / produit intérieur brut à fin 1996. Ces chiffres sont respectivement de 38, 2 % pour la France et de 28,3 % pour l'Allemagne.

« sur la période récente les financements en provenance des non-résidents se sont amplifiés en raison de leur souci de diversifier leurs placements »(p. 181). La part de la capitalisation boursière française détenue par des investisseurs étrangers passe, alors, de 10% à 36% en l'espace de dix ans (statistiques de la Banque de France citées dans les Echos, 09/12/1998). Ainsi, un dirigeant qui désire augmenter son capital en émettant des actions, du fait de l'internationalisation croissante du marché financier, aura également affaire à des actionnaires étrangers, qu'il vise explicitement cette catégorie d'investisseurs en préparant l'opération ou non. Dans ce contexte, les fonds de pension anglo-saxons, très attachés à la valeur actionnariale, se montrent souvent actifs dans la défense de leur propre philosophie du GE. Ils voient d'un mauvais œil le réseau des participations et des mandats croisés, dont le fonctionnement paraît souvent opaque. Cette montée en force des étrangers s'accompagne alors d'un décroisement successif des liens capitalistiques noués au milieu des années 1980 et au début des années 1990. Se fondant sur une comparaison des données de 1991 et 1998, les Echos (08/12/1998) parlent même d'un « déclin historique des participations croisées ». Ce mouvement aurait été accentué depuis 1995. Par conséquent, certaines des plus grandes entreprises françaises se retrouvent aujourd'hui avec un actionnariat dispersé. Ceci les rend plus vulnérables au risque d'OPA que par le passé. Les statistiques sur la structure du capital des plus grandes entreprises françaises, publiées dans les Echos (08/12/1998), montrent en effet que 10 des sociétés composant l'indice CAC 40 ont un actionnariat stable inférieur à 15%[292].

Précisons, cependant, que la prise de participation des investisseurs étrangers ne se fait pas forcément dans le cadre d'une augmentation de capital, et donc d'un apport de fonds nouveaux à l'entreprise. Mais, il est vraisemblable qu'une telle augmentation de capital, si elle est décidée par le dirigeant dans le cadre de sa politique de financement, étend davantage l'exposition potentielle de la firme à l'influence des non-résidents, qui sont désormais un acteur important sur le marché des capitaux. Leur importance grandissante peut alors être expliquée par la rencontre de l'offre et de la demande de capitaux étrangers. L'offre, nous l'avons signalé, émane, en partie, du souci des grands investisseurs institutionnels de diversifier leurs placements à l'international. En priorité, il se tournent alors vers les entreprises (françaises ou autres), qui, de leur point de vue, offrent les meilleures perspectives de rentabilité. La demande de capitaux étrangers semblerait, au moins partiellement, être stimulée par certaines caractéristiques structurelles de l'orientation de l'épargne nationale, qui

[292] Notons que, selon l'étude des Echos, Usinor rentre dans cette catégorie.

afficherait notamment « une forte préférence des ménages pour la disponibilité et la sécurité de leurs placements » (Conseil National du Crédit et du Titre, 1999, p. 182). Ainsi, bien que l'étude du CNCT (1999, p. 183) constate globalement un surplus de l'épargne nationale par rapport aux besoins intérieurs, cette épargne est relativement peu investie en actions par les ménages. Par ailleurs, les établissements financiers français, qui gèrent une grande partie de l'épargne nationale, placent également très peu de leurs fonds en actions. En se fondant sur les données du Comité européen des assurances, l'étude du CNCT (1999) conclut que, « sur sept pays européens [dont l'Allemagne], la France est le pays où les compagnies d'assurance placent la plus faible part de leurs actifs en actions [approximativement 15 %] »(p. 184)[293]. Par conséquent, il ne semble pas irréaliste de supposer qu'une entreprise française, qui souhaite se financer par des capitaux propres externes sur le marché financier, compte tenu de l'investissement relativement faible de la part des résidents en actions, et en face de l'offre étrangère, se trouve obligée de composer avec les exigences de ce « nouveau » type de bailleurs de fonds. Ainsi, le CNCT (1999, p. 194) constate que « [l]es investissements de portefeuille des non-résidents sur le marché français sont en forte progression et ont atteint 414 milliards de francs en 1997 [, contre 257 milliards de francs d'investissements de portefeuille des résidents à l'étranger] ».

En matière de gouvernance, l'arrivée des capitaux étrangers semble avoir stimulé l'intensification du débat sur l'efficience du système de GE français. Ainsi, les recommandations du rapport Viénot sont principalement justifiées par la perception du patronat en France des exigences des investisseurs intervenant sur le marché financier. Marc Viénot le formule dans les termes suivants : « [...] la pression la plus forte en faveur de la transparence et d'une meilleure information des actionnaires est venue des fonds de pension anglo-saxons, très exigeants dans ces domaines. L'importance de leurs participations au capital donne par ailleurs beaucoup de poids à leurs recommandations. » (cité dans les Echos,

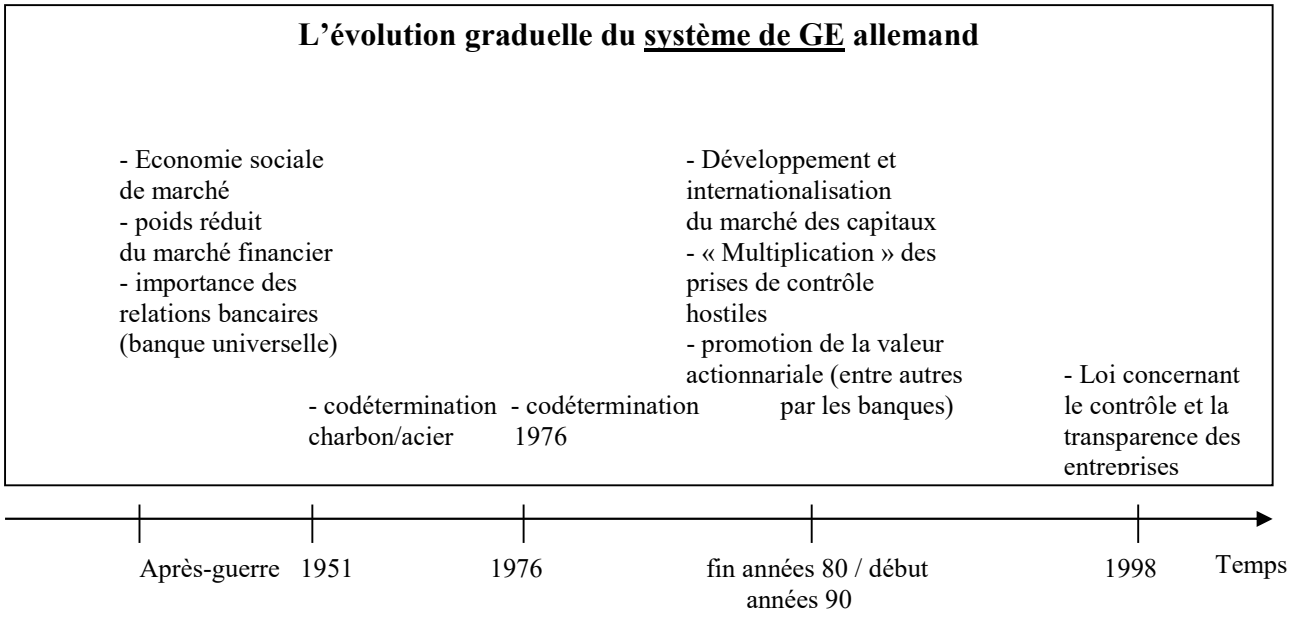
[293] Signalons cependant qu'il est hasardeux de conclure des arguments précédents, comme le font certains (cf., par exemple, les Echos, 08/12/1998) que le système économique français serait un « capitalisme sans capitaux ». Notons, en effet, que la part des capitaux propres dans le total de bilan net augmente d'une manière relativement continue depuis plus de dix ans (cf. CNCT, 1999, p. 48). La tendance à la hausse du taux des flux d'autofinancement, constatée en introduction, ainsi que les fonds levés sur le marché des capitaux (selon les chiffres publiés dans un rapport de la Banque de France en 1995, p. 254, les émissions d'actions et de certificats d'investissement par appel public à l'épargne étaient en moyenne de 54 milliards de francs par an entre 1988 et 1995, variant entre 31,7 et 77,2 milliards de francs), contribuent, au moins en partie, à expliquer cette évolution. Compte tenu de son analyse de la situation financière, le CNCT (1999) conclut alors que le financement n'apparaît pas comme un frein à l'investissement en France (p. 100). Signalons, toutefois, que, malgré l'importante baisse du taux d'endettement des grandes entreprises françaises depuis 1984 (CNCT, 1999, p. 52), ce taux reste supérieur à la moyenne européenne (*idem*, p. 50), ce qui semble cohérent avec les données présentées en introduction.

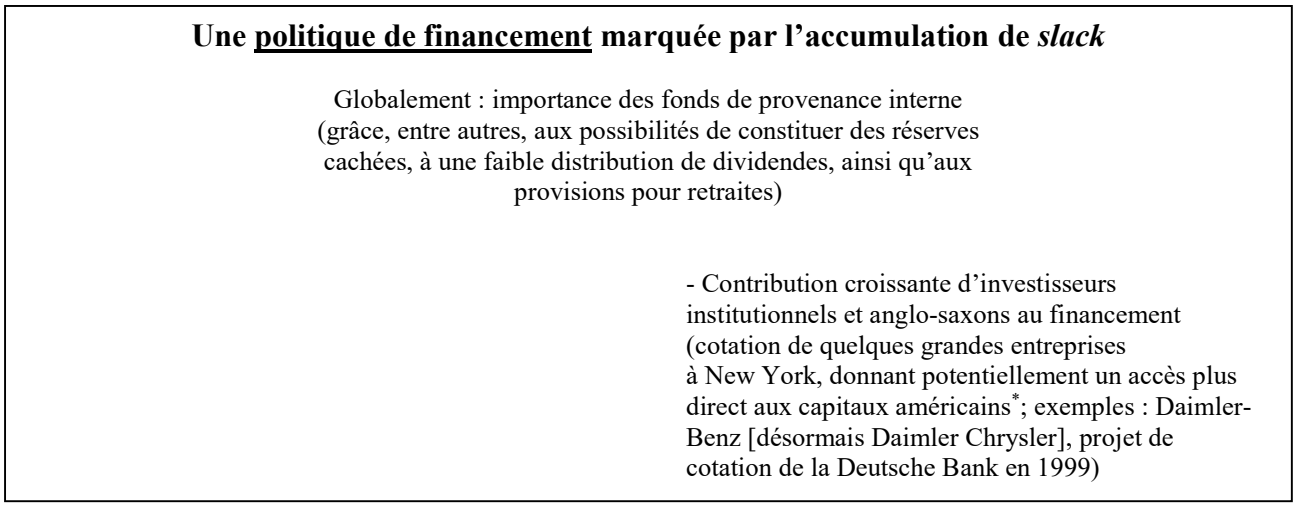
09/12/1998). Le recours croissant aux capitaux en provenance d'investisseurs étrangers et les ajustements de la gouvernance qui en résultent confèrent donc une certaine crédibilité à la **proposition 9**. Selon cette dernière, l'augmentation du recours des entreprises d'un pays à un certain type de financement est une cause du changement de contenu du répertoire des mécanismes de GE constituant le système de GE.

3.2. L'évolution graduelle du système allemand

Comme le système français, les institutions du GE en Allemagne évoluent. Le rythme des changements semble cependant moins rapide outre-Rhin que dans l'Hexagone. L'Allemagne connaît néanmoins depuis un certain temps un gain d'importance des mécanismes du marché financier pour le contrôle des firmes. Ainsi, Liouville (1994, p. 41) constate que « aucun cas d'acquisition hostile [n'est] signalé en Allemagne avant 1987, contre une dizaine de fusions hostiles réalisées depuis dans ce pays ». Nolte et Leber (1990) identifient un certain nombre d'incitations pour des repreneurs potentiels à tenter des prises de contrôle hostiles en Allemagne. Ils observent par ailleurs certains changements, qui tendent à diminuer les obstacles traditionnels, précédemment décrits. Ces changements se situent surtout au niveau de la structure du marché des capitaux, ainsi qu'au niveau de l'acceptation sociale des prises de contrôle hostiles (Nolte et Leber, 1990, p. 580). Dans ce contexte, la référence à l'évolution du cours de l'action (et donc à la valeur actionnariale) devient plus importante. La croissance du nombre des investisseurs institutionnels étrangers contribue à cette évolution (Nolte et Leber, 1990, p. 579).

Figure 12: Dynamique du système de GE allemand





*Précisons que la cotation n'implique pas automatiquement une levée de capitaux importante. Elle permet, cependant, l'aménagement d'un espace d'action plus large pour les choix de financement futurs.

Les banques allemandes, qui observent l'évolution du marché des capitaux de plus en plus mondialisé, reconnaissent le potentiel de financement que détiennent les investisseurs anglo-saxons. Ainsi, la Deutsche Bank estime actuellement à environ 9 890 milliard de dollars les fonds manipulés par les fonds de pension (entretien BB). Compte tenu de ce fait, entre autres, les dirigeants des grandes banques perçoivent l'opportunité de développer l'activité de marché. Cette dernière est généralement associée avec la philosophie de la valeur actionnariale. Dans ce contexte, comme nous l'avons déjà signalé plus haut, les grandes banques universelles acquièrent des banques d'investissement anglo-saxonnes, afin de s'approprier leur savoir-faire. C'est le cas du rachat de Morgan Grenfell par la Deutsche Bank

en 1989[294]. La Dresdner Bank, pour sa part, reprend la maison Kleinwort Benson. Plus récemment, en 1999, la Deutsche Bank acquiert Bankers Trust. Cette opération est d'envergure. « Il s'agit de la plus importante acquisition d'une banque américaine par un établissement étranger » (Les Echos, 24/11/1998). Ainsi, l'internationalisation de la finance apparaît comme un vecteur important de la propagation de la philosophie des affaires anglo-saxonne. Albert (1991, p. 204) commente l'évolution du rôle des banques au sein du capitalisme allemand de la manière suivante. « En Allemagne, avec retard, avec regret, car ce n'est pas dans leur culture, les grandes banques se sont lancées sur les nouveaux marchés internationaux ». Notons que ce constat est contraire à l'hypothèse d'un éventuel déterminisme culturel parfait, que nous avons déjà rejetée plus haut. *A contrario*, l'exemple précédent montre bien que les dirigeants des banques sont capables de modifier leurs représentations, et donc leurs schémas mentaux, parce que ceci est dans leur intérêt. En suivant l'analyse de Boudon (1995), le changement des croyances peut ainsi s'expliquer d'une façon rationnelle, c'est-à-dire par les raisons des acteurs. Le fait de procéder de cette manière nous donne, en effet, les moyens d'expliquer la nature dynamique des schémas mentaux, plutôt que de soutenir que les habitants d'un pays, parce que ce serait leur culture, partageraient, de manière constante, les mêmes idées[295]. Au contraire, nous venons de voir que, du fait du changement des paramètres de l'environnement (financier) international, il est dans l'intérêt des banques d'adhérer à une « philosophie de la valeur » modifiée.

Au delà du rôle des banques, qui se font de plus en plus les avocats de la valeur actionnariale, certaines grandes entreprises sont directement soumises à l'influence d'investisseurs étrangers. Dans une étude récente, Engelhard et Eckert (1999) constatent que les grandes entreprises ont un actionnariat étranger plus important que la moyenne des entreprises allemandes. Sur un ensemble de 32 grandes firmes étudiées, les auteurs trouvent en moyenne une part du capital détenue par des investisseurs étrangers de 28,6%[296]. A côté des grandes banques, quelques uns des plus importants représentants de l'industrie allemande (BASF, Bayer, Daimler-Benz, Siemens, etc.) font partie de ce groupe à actionnariat étranger élevé. Pour trois entreprises (BASF, Siemens, Veba), Engelhard et Eckert (1999) ont pu

[294] Signalons que l'intégration de la banque d'investissement au sein de la Deutsche Bank ne s'est pas faite sans difficultés, compte tenu de l'écart entre les activités traditionnelles et l'approche nouvelle (cf. *Manager Magazin*, octobre 1998).

[295] En fait, si un tel déterminisme culturel existait réellement, comment rendre compte de l'existence des entrepreneurs, qui se distinguent par l'écart constaté entre leur schéma mental et les croyances traditionnelles ?

[296] Notons que les auteurs de l'étude se trouvent confrontés à une faible disponibilité des données. Pour cette raison, la moyenne citée comprend les valeurs les plus récentes, qui ne correspondent pas toutes à la même année. Le calcul mélange ainsi des données d'au moins trois années différentes, à savoir 1995, 1996 et 1997.

obtenir des données concernant l'évolution de l'actionnariat étranger dans le temps. La conclusion concernant la tendance globale n'est pas univoque. Selon ces résultats (partiels), il semble difficile de soutenir le point de vue d'un accroissement continu de l'actionnariat étranger dans l'ensemble des firmes. Cet actionnariat semble plutôt marqué par une certaine stagnation. Une analyse plus fine de la provenance exacte des investisseurs étrangers des firmes examinées révèle cependant une augmentation de la part du capital détenue par les investisseurs anglo-saxons. Ainsi, au cours des années 1980 et au début des années 1990, les entreprises étudiées par Engelhard et Eckert (1999) ont connu une recomposition de la structure du capital en faveur des investisseurs anglo-saxons. Par ailleurs, il est particulièrement intéressant d'observer que certains grands groupes allemands cherchent un accès direct au marché des capitaux américain à travers une cotation à la Bourse de New York (NYSE). Tel est par exemple le cas de Daimler-Benz (désormais Daimler-Chrysler) et, plus récemment, SAP. La Deutsche Bank poursuit également le projet d'une cotation rapide aux Etats-Unis.

Cette évolution concernant les conditions de financement[297] des entreprises contribue à nourrir le débat concernant l'efficacité des mécanismes de GE. Ainsi, les divers acteurs concernés perçoivent la nécessité d'un changement par rapport au *statu quo*, justifiée par les conditions d'accès au marché des capitaux international. Les normes de transparence – permettant aux actionnaires de mieux apprécier la part de la rente qui leur revient et dont ils exigent qu'elle permette d'obtenir une certaine rentabilité[298] – se répandent de plus en plus. Le changement de référentiel comptable de Daimler-Benz préalablement à la cotation à New York, et donc à l'accès direct au marché financier américain, illustre cette tendance. Mais, au delà de ce cas spécifique d'une cotation à l'étranger, le débat gagne aussi l'Allemagne directement. Dans ce pays, une part croissante des dirigeants a désormais le sentiment que la réalisation d'un financement sur le marché des capitaux dépend de la crédibilité du respect de leur part de la norme de la valeur actionnariale. Le débat concernant l'évolution du système de GE est donc partiellement influencé par le rôle accru que joue désormais potentiellement[299]

[297] Précisons que la cotation n'équivaut pas à un financement. Ainsi, le motif de financement n'est pas toujours le seul motif de la cotation. Cette dernière élargit, toutefois, les possibilités d'un accès direct aux capitaux américains, lorsque le dirigeant le souhaite. Par conséquent, concernant la politique de financement, l'analyse de la cotation se fait en termes de « champ d'action », augmentant le potentiel d'un éventuel financement externe futur.

[298] En matière de rentabilité, les investisseurs institutionnels formulent souvent des normes. Actuellement, le chiffre de 15 % de rentabilité des capitaux propres est souvent affiché.

[299] Le cas Thyssen montre, en effet, que la simple anticipation d'un besoin de financement externe futur peut être suffisante pour stimuler la recherche d'une adaptation des structures de GE.

l'aspect international du marché financier pour la politique de financement des entreprises allemandes. Ce constat confère une certaine crédibilité à la **proposition 9**, qui suppose un lien entre le recours croissant à un certain type de financement et le changement du système de GE. Ajoutons, cependant, qu'au delà du recours immédiat aux fonds de provenance anglo-saxonne, c'est également l'anticipation d'un éventuel besoin de financement futur, qui alimente le même débat concernant l'évolution de la gouvernance.

La « loi concernant le contrôle et la transparence des entreprises » de 1998 (*Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*) représente un changement récent du cadre légal par rapport au GE. Dans son premier article, cette loi spécifie entre autres un certain nombre de conditions à l'exercice du droit de vote par procuration des banques. Ainsi, les recommandations concernant le vote doivent être élaborées dans *l'intérêt actionnarial* (Bundesgesetzblatt, 1998, p. 787). Par ailleurs, la banque est censée mettre en place des structures organisationnelles internes, qui assurent que les intérêts nés des autres activités bancaires n'influent pas sur le vote par procuration. Ce dernier est soumis à des restrictions supplémentaires, lorsque la banque détient elle-même plus de 5% du capital de la société concernée.

Bien que la loi de 1998 formule explicitement un certain nombre de standards visant l'amélioration de la transparence du contrôle du dirigeant, certains observateurs considèrent son impact sur la pratique de la gouvernance comme plutôt marginal (cf. *Manager Magazin*, août 1999). Plus globalement, la mutation du système de GE allemand semble s'opérer sur un mode plus graduel que ce n'est le cas en France (Franks et Mayer, 1990, p. 216). Ainsi, Müller-Stewens (1991, p. 116), tout en admettant une augmentation de l'importance des prises de contrôle hostiles en Allemagne, ne pense pas que l'évolution future sera marquée par un changement drastique. Ce point de vue est cohérent avec l'observation que parmi l'ensemble des prises de contrôle hostiles en Allemagne, la tentative d'OPA de Krupp sur Thyssen en mars 1997 est la seule à avoir été conçue selon un mode véritablement anglo-saxon (Jenkinson et Ljungqvist, 1997). Concernant l'influence des investisseurs étrangers, enfin, Engelhard et Eckert (1999) concluent qu'une « révolution du GE allemand n'est pas imminente »[300] (notre traduction). Deux facteurs majeurs nous semblent *a priori* susceptibles de pouvoir expliquer cette différence dans le rythme de la transition des systèmes de la France et de l'Allemagne. Premièrement, en France le rôle important de l'Etat dans la mise en œuvre

[300] « A revolution in German corporate governance is not in sight. »

des changements institutionnels est susceptible d'avoir facilité des transformations relativement rapides à l'échelle nationale, alors qu'en Allemagne le consensus entre acteurs multiples nécessite un temps de maturation plus important. Deuxièmement, la montée en force des investisseurs institutionnels anglo-saxons semble particulièrement marquée en France. Elle peut être expliquée par la rencontre de l'offre[301] et de la demande[302] de capitaux en provenance des non-résidents. Cette arrivée massive de capitaux étrangers, et notamment anglo-saxons, sur le marché français a probablement intensifié l'exposition des entreprises dans l'Hexagone à des exigences nouvelles (**proposition 9**), au moment où la déréglementation a facilité l'accès des firmes nationales aux ressources financières étrangères. Ces questions mériteraient cependant d'être approfondies ultérieurement.

[301] Rappelons que l'offre résulte du souhait d'une diversification des placements et de la perception de perspectives intéressantes. Par ailleurs, la politique de placement de la part des investisseurs institutionnels est désormais facilitée par une baisse des coûts de transaction (grâce, entre autres, aux mesures de déréglementation). Notons également que les grandes vagues de privatisations ont ouvert le capital de certaines parmi les plus grandes entreprises françaises dans un espace de temps relativement réduit. Pour les investisseurs étrangers opérant sur le marché financier, ces privatisations étaient ainsi vraisemblablement une opportunité non négligeable de diversifier leurs portefeuilles à l'international. Cela reste cependant à être vérifié.

Chapitre 5 : Deux exemples concernant les liens entre GE et politique de financement en France et en Allemagne

Après l'analyse du processus d'évolution des systèmes de GE de la France et de l'Allemagne, nous nous tournons à présent vers l'étude du niveau local. Il s'agira de répondre à la question suivante. Comment, pour une entreprise particulière, l'interaction entre structures de GE et politique de financement se fait-elle ? La présentation des résultats se fera dans un premier temps pour chaque cas séparément. Dans ce contexte, nous allons montrer comment la direction d'Usinor a progressivement élargi sa latitude en matière de politique de financement (section 1). Le cas Thyssen (section 2) se distingue nettement du précédent, en ce que la politique de financement est moins marquée par le recours au financement externe. Dans ce cadre, l'analyse des implications financières de la tentative d'OPA hostile de Krupp et de la fusion amicale méritent une attention particulière. La section 3, enfin, a comme objectif de comparer directement les deux cas. Ceci permettra notamment de mettre en lumière l'impact du système de GE englobant sur l'évolution du couple structures de GE / politique de financement.

Section 1 : Le cas Usinor : De la quasi-faillite à la gestion active des sources de financement

La présentation de l'étude de cas se fera en deux temps. Afin de permettre le repérage chronologique, nous allons d'abord faire le récit, encore largement descriptif, des principaux événements concernant la période étudiée (1.1.). Ensuite, nous allons présenter les résultats des analyses de contenu (1.2.).

1.1. Chronologie des principaux événements du cas Usinor

A l'origine du groupe Usinor, tel qu'il existe aujourd'hui, se trouvent deux groupes sidérurgiques distincts, à savoir Usinor et Sacilor. Ce secteur industriel étant considéré comme stratégique, l'emprise de l'Etat sur les deux entreprises est forte dans l'après-guerre. Ainsi, les pouvoirs publics interviennent directement sur des décisions stratégiques des firmes. L'Etat décrète, en effet, un blocage des prix de l'acier et mène une politique sociale

[302] Nous avons indiqué plus haut que la demande de capitaux étrangers résulte partiellement d'un faible acheminement de l'épargne par les ménages et par les institutions financières français vers des placements en actions.

qui rend difficile une éventuelle réduction des effectifs. La rigidité des prix à la hausse pèse sur le potentiel d'autofinancement, et les entreprises sidérurgiques ont de plus en plus recours à l'endettement pour financer leurs investissements.

Comme la sidérurgie reste un secteur stratégique, l'Etat prend la dette à son compte, la situation financière devenant précaire. Dans la suite des événements, l'année 1978 est marquée par la quasi-nationalisation d'Usinor et de Sacilor. Afin de sauver ces deux firmes, l'Etat convertit, en effet, ses créances en capitaux propres. Sous le gouvernement Barre, la sidérurgie française passe ainsi dans le giron de l'Etat, en quelque sorte par faillite. Tout en étant majoritaire, l'Etat n'est cependant pas le seul actionnaire. Il reste en effet des porteurs privés, qui détiennent une certaine proportion du capital des deux sociétés. La nationalisation formelle, en 1981, ne fait qu'entériner un état de fait déjà acquis. Sur fond d'une situation financière, qui reste préoccupante, on voit se succéder les dirigeants à une vitesse relativement élevée.

En 1986, un nouveau gouvernement arrive au pouvoir. Alain Madelin, qui se déclare libéral, devient ministre de l'Industrie. En septembre de la même année, Francis Mer est nommé à la tête des deux groupes sidérurgiques par les pouvoirs publics. Ce rapprochement de fait des deux entités, jusque là distinctes, confère à un dirigeant unique le contrôle sur l'ensemble de la sidérurgie française. Notons qu'avant le rapprochement, du fait de l'existence de deux entreprises, le secteur sidérurgique était caractérisé par une compétition fratricide, donnant lieu à des investissements de prestige, souvent redondants. Par ailleurs, il est important de noter que F. Mer arrive à un moment, où Usinor et Sacilor se trouvent dans une situation de faillite virtuelle, leurs fonds propres étant largement négatifs. Il s'en suit l'obligation de reconstituer le capital avant la fin de 1986, sous peine d'une dissolution potentielle. L'Etat, étant à la fois l'actionnaire et le créancier principal, décide de procéder à la reconstitution du capital par un double coup d'accordéon. Ainsi, dans un premier temps la totalité des actions est annulée. Comme conséquence, les actionnaires perdent leurs droits de propriété. Ceci concerne notamment les porteurs privés, qui détiennent encore environ 19% du capital d'Usinor et 8% de celui de Sacilor. Ensuite, le capital est augmenté par conversion de créances de l'Etat, ce qui signifie qu'il n'y a pas d'apport d'argent frais. Enfin, le capital est à nouveau réduit, afin d'absorber les pertes passées et de constituer une réserve pour couvrir les pertes prévisionnelles. A l'issue de l'opération, l'Etat est quasiment le seul actionnaire. La menace d'une mise en faillite est ainsi écartée par un jeu d'écritures.

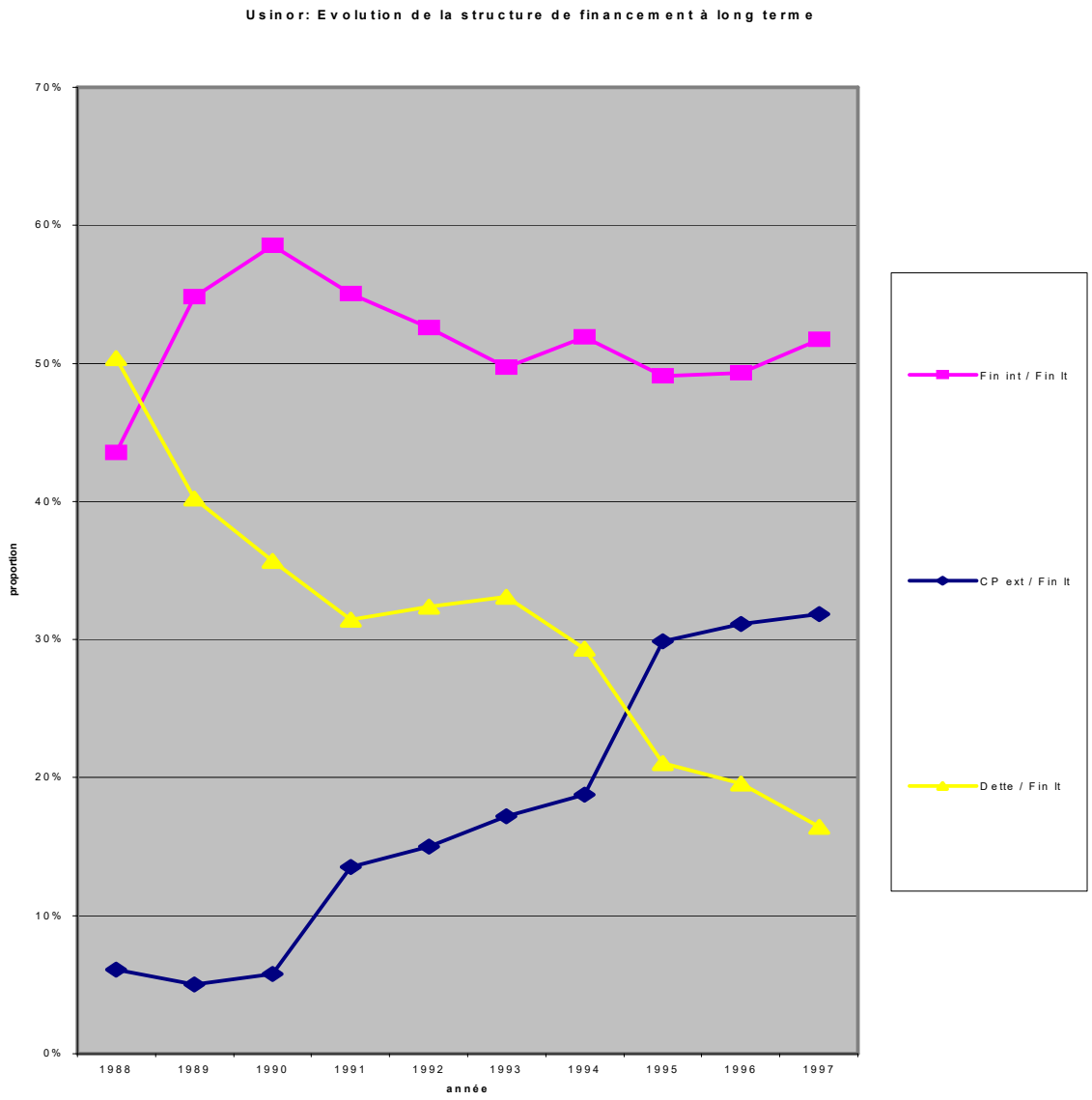
Par la suite, le nouveau dirigeant s'engage dans un programme de restructurations industrielles profondes. Le groupe Usinor Sacilor devient bénéficiaire en 1988 et retrouve sa capacité d'autofinancement. Au début des années 1990, la crise de l'acier européen éclate et Usinor Sacilor redevient déficitaire. Une augmentation de capital, souscrite par le Crédit Lyonnais, permet l'injection de fonds externes nouveaux (cf. tableau 3 et figure 13). La banque publique participe désormais à hauteur de 20% au capital du groupe sidérurgique. Au même moment, l'établissement financier envoie un représentant au conseil d'administration d'Usinor Sacilor.

Tableau 3: Evolution de la structure de financement à long terme du groupe Usinor et couverture de l'investissement

Bilan	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
CP externes*	6%	5%	6%	14%	15%	17%	19%	30%	31%	32%
Fin. interne**	44%	55%	59%	55%	53%	50%	52%	49%	49%	52%
Dette	50%	40%	36%	31%	32%	33%	29%	21%	20%	16%
Flux (contribution nette positive au financement de l'investissement***)										
Financement interne .contribution totale sur 7 ans : **74 %**				48%	28%	21%	159%	113%	70%	110%
Augmentation de capital .contribution totale sur 7 ans : **17 %**				29%	-	-	-	64%	-	-
Augmentation (nette) des dettes .contribution totale sur 7 ans : **3 %**				-	11%	11%	-	-	-	-

* Capitaux propres externes
** Financement interne cumulé
*** Flux (net) de financement / investissement
Source : nos propres calculs sur la base des états financiers d'Usinor.

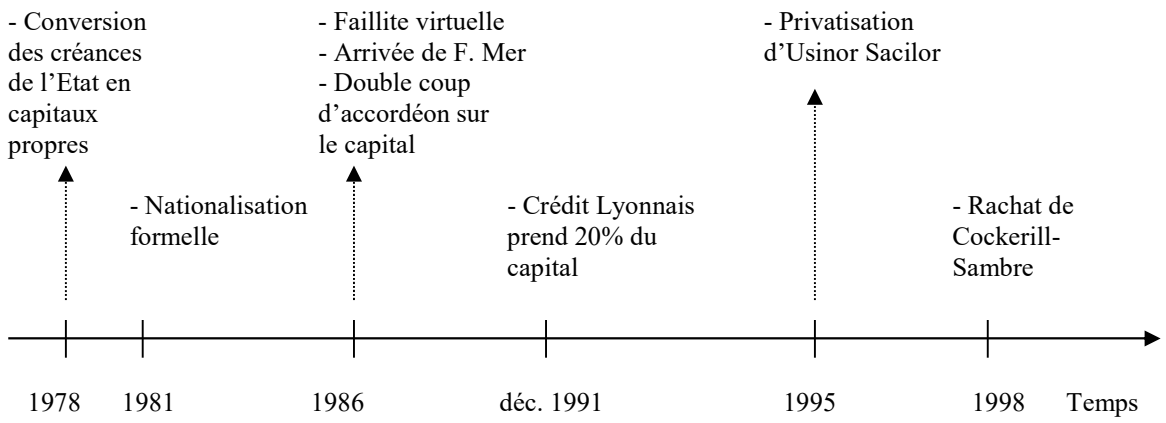
Figure 13 : Usinor – évolution de la structure de financement à long terme



Une fois la crise de l'acier passée, le groupe de F. Mer renoue avec les bénéfices. Un autofinancement élevé permet une politique de désendettement (cf. figure 13). La nature cyclique de l'activité – F. Mer a fait le pari du tout acier – oblige en effet à la constitution d'une marge financière suffisante. Un endettement trop élevé fragiliserait la société en cas de retournement de la conjoncture. En 1995, le moment semble propice pour la privatisation du groupe Usinor Sacilor. Convaincu de l'intérêt de sa société de se financer sur le marché des capitaux, F. Mer milite activement pour le passage au privé auprès des pouvoirs publics. Il obtient enfin la signature du décret de privatisation. L'offre publique de vente s'accompagne d'une augmentation de capital. Les ressources financières ainsi obtenues sont principalement consacrées à la continuation de l'effort de désendettement (cf. figure 13). Notons également que le retrait de l'Etat du capital s'accompagne du retrait de ses représentants du conseil

d'administration. Les nouveaux administrateurs sont majoritairement choisis par F. Mer lui-même en fonction de la stratégie industrielle qu'il poursuit. Cette stratégie domine largement la politique financière, le financement étant subordonné aux objectifs de développement. Ainsi, le désendettement poursuivi depuis plusieurs années ne constitue pas une fin en soi. La politique de financement est désormais clairement subordonnée à d'éventuelles opportunités d'acquisition qui se présenteraient, permettant notamment de renforcer la présence internationale. Ainsi, le début de l'année 1999 est marqué par la reprise du sidérurgiste belge Cockerill-Sambre, qui fait croître l'endettement net de la firme française de 133% (Handelsblatt, 12 et 13/03/1999). Au sein du groupe Usinor[303], on déclare vouloir profiter de l'ensemble des techniques modernes d'une gestion financière active.

Figure 14 : Chronologie des événements du cas Usinor



1.2. Résultats du cas Usinor

La présentation des résultats du cas Usinor montre, dans un premier temps, l'importance des schémas mentaux – individuels et partagé - pour l'évolution des structures de GE (1.2.1.). Dans ce contexte, la stratégie de création et de répartition de rentes du dirigeant, conditionnée par son schéma mental individuel, apparaît comme un moteur de l'évolution de la gouvernance au niveau local. Cette stratégie du dirigeant s'appuie, entre autres, sur l'évolution de l'idéologie dominante, mais également sur les ressources financières accessibles. Les liens entre la politique de financement et la dynamique des structures de GE chez Usinor font alors l'objet de la sous-section 1.2.2.. Bien que la politique de financement puisse servir de levier à la gestion de la latitude managériale, comme nous le montrent les

[303] Depuis juin 1997, le groupe s'appelle simplement Usinor (et non plus Usinor Sacilor).

résultats par rapport aux propositions 2, 2 a, et 2 b, il est cependant important de noter que la force motrice n'est pas l'élargissement de l'espace discrétionnaire en soi, mais la perception des opportunités de création et d'appropriation de rentes. Ainsi, l'analyse de l'évolution de l'espace discrétionnaire de F. Mer dans le temps (1.2.3.) montre que le dirigeant peut être amené à restreindre volontairement sa latitude pendant un certain laps de temps, s'il pense que cela peut lui permettre d'accroître ultérieurement les ressources sous son contrôle.

1.2.1. Evolution de l'idéologie dominante, schéma mental du nouveau dirigeant, et « marche à la privatisation »

Le groupe Usinor, dans sa forme actuelle, naît avec la nomination de Francis Mer à la tête de deux groupes qui étaient distincts à l'origine, à savoir Usinor et Sacilor. Ainsi, septembre 1986 constitue un point de rupture pour la trajectoire du groupe, qui ne se manifeste pas seulement dans l'étendue des actifs à gérer. Cette rupture est en effet très marquée au niveau de la philosophie managériale des pouvoirs publics, qui sont l'actionnaire majoritaire, et du nouveau PDG, dont certaines idées sont proches de la pensée libérale du ministre de l'Industrie. L'arrivée au pouvoir d'une nouvelle majorité gouvernementale en 1986 conduit en effet un libéral à la tête du ministère de tutelle de la sidérurgie. De ce fait, l'attitude des pouvoirs publics vis-à-vis du rôle de l'entreprise dans le paysage économique change. Les mécanismes de régulation de l'activité économique perçus comme les plus efficaces sont des mécanismes de marché. Cette représentation coïncide naturellement avec la demande d'une réduction du poids de l'Etat. Conformément à la **proposition 7**, la modification des mécanismes de gouvernance est alors favorisée par l'évolution du schéma mental partagé.

1.2.1.1. Schéma mental partagé et gouvernance d'Usinor et de Sacilor avant 1986

Pour bien comprendre le changement de la représentation des exigences envers la sidérurgie, il est important de connaître la situation avant l'arrivée de F. Mer en 1986. En effet, pendant cette période, il apparaît que la sidérurgie est considérée comme une industrie stratégique par les pouvoirs publics de longue date. Avant même d'être actionnaire majoritaire, l'Etat intervient dans les décisions stratégiques à plusieurs reprises. Comme exemple, on peut citer le blocage des prix de l'acier (entretien HL). Par ailleurs, de par sa taille, la sidérurgie a toujours été considérée comme un vecteur de la politique sociale. Ceci

renforce les incitations des pouvoirs publics à exercer une forte influence sur les décisions stratégiques. Il semble ainsi que l'impact social des décisions de la sidérurgie et la perception comme une industrie stratégique pour les intérêts de la nation sont les deux arguments centraux, constituant la base d'une légitimation de l'interventionnisme des pouvoirs publics. Cet interventionnisme est caractérisé par un certain nombre de décisions technocratiques qui relèvent de la volonté politique des divers gouvernements. Dans ce contexte, la philosophie politique dominante apparaît comme celle de l'Etat-providence, perçu comme le mieux placé pour assurer le bien-être global[304]. Cette confiance dans les pouvoirs bénéfiques de l'Etat relève d'une conception de ce dernier comme étant capable de jouer un rôle important dans le processus de création de valeur, en ce qu'il arbitre l'articulation des divers intérêts conflictuels. Ces intérêts sont multiples et concernent entre autres les salariés. La philosophie, qui sous-tend ce positionnement idéologique, est plus complexe que la seule maximisation de la valeur actionnariale. Selon ce raisonnement, la légitimité de l'interventionnisme étatique ne résulte pas de la détention des titres de propriété, mais se justifie par l'idée que le pouvoir de peser sur les décisions stratégiques entraîne automatiquement une bonne gestion, appréciée par rapport à la valeur partenariale. En l'occurrence, cet argument fait abstraction de la distance des fonctionnaires de l'Etat par rapport à la réalité des entreprises. Il en résulte potentiellement des problèmes informationnels, qui, dans certains cas, peuvent être couplés avec un manque de compétences managériales. Malgré de telles mises en question de l'efficacité du contrôle étatique, la représentation de l'Etat comme étant un garant du bien-être public semble avoir été dominante en France pendant longtemps.

L'exemple de l'industrie sidérurgique illustre comment cette représentation des bienfaits de l'interventionnisme étatique, très répandue dans le contexte français, influence les limites de la latitude managériale. Même avant la nationalisation du début des années 1980, le GE d'Usinor et de Sacilor dépend en grande partie de la volonté des pouvoirs publics. A travers la politique des prix, entre autres, ceci a des implications directes pour la politique de financement, comme nous le verrons plus loin. L'étude du cas Usinor Sacilor montre ainsi l'existence d'un lien étroit entre le schéma mental partagé et les mécanismes de GE.

En effet, avant 1986, la sidérurgie française subit l'influence directe de décisions politiques. On nous confirme ainsi que la composante Usinor est une création technocratique

[304] Nous rappelons que, selon Albert (1991), la perception du rôle de l'Etat en France relève traditionnellement du social-colbertisme.

de l'Etat, résultat d'une politique de développement économique et d'aménagement du territoire (entretien HL). Notons par ailleurs que les pouvoirs publics imposent un blocage des prix de l'acier, privant l'industrie sidérurgique des avantages d'une éventuelle hausse des prix. L'Etat fait donc usage d'un pouvoir d'intervention économique qui contraint réellement la stratégie de la direction des entreprises. Cette contrainte est spécialement prononcée en matière de politique sociale. Le social-colbertisme dont parle Albert (1991) trouve dans le cas Usinor Sacilor une bonne illustration. La marge de manœuvre des dirigeants de la sidérurgie semble ainsi limitée du fait des dirigeants politiques, dont le gouvernement s'étend jusque dans les directions des entreprises considérées comme stratégiques. L'emprise de l'Etat n'aboutit cependant pas à la création d'une structure de direction cohérente pour l'ensemble de la sidérurgie. Ainsi persistent deux entreprises, Usinor et Sacilor, qui se font une concurrence fratricide. L'Etat, tout en imposant des contraintes fortes sur certaines dimensions (prix, politique sociale, développement du territoire), n'arrive pas à éviter un certain nombre de redondances au niveau des investissements des deux sociétés.

Malgré la forte influence des pouvoirs publics sur la stratégie, Usinor et Sacilor restent des entreprises privées jusqu'à la fin des années 1970. La situation financière, marquée par un endettement lourd du fait d'un manque d'autofinancement, ne cesse cependant de se dégrader. Ainsi, l'industrie sidérurgique parvient à la quasi-faillite. C'est pour sauver ce secteur stratégique et pour éviter une catastrophe sociale que l'Etat, sous le gouvernement de R. Barre en 1978, convertit les dettes qu'il détient sur Usinor et Sacilor en capitaux. Cette quasi-nationalisation, qui sera officialisée au début des années 1980, rapproche davantage la gouvernance de l'entreprise des pouvoirs publics. L'Etat étant désormais, non seulement puissance publique, mais actionnaire principal, pèse lourdement sur la composition du conseil d'administration, qui compte un certain nombre de fonctionnaires et d'autres personnalités nommées par décret. Par ailleurs, le gouvernement désigne les PDG. Entre 1978 et 1986, ces derniers sont fréquemment remplacés. Leur liberté d'action se trouve donc relativement restreinte. En témoigne le fait qu'une proposition de R. Loubert et C. Dollé (prédécesseurs de F. Mer) de rapprocher Usinor et Sacilor a été refusée à l'époque par le ministre de tutelle.

A partir de la fin des années 1970, la politique de l'Etat par rapport à la sidérurgie est guidée par l'objectif de sauver cette industrie de son extinction. Dans ce contexte, il existe un indice supplémentaire de l'importante influence exercée par les pouvoirs publics. Deux fonctionnaires sont en effet chargés de la restructuration : Jean-Yves Haberer, directeur du

Trésor (et futur président du Crédit Lyonnais), pour les questions financières, et Pierre Gadonneix, directeur des industries mécaniques au ministère, pour la stratégie industrielle (Challenges, juillet-août 1995). En devenant par la suite actionnaire majoritaire, l'Etat se dote de moyens de contrôle supplémentaires concernant la stratégie d'Usinor et de Sacilor. « Désormais, parce qu'il paie, c'est l'Etat qui commande. » (Challenges, juillet-août 1995). En temps de crise, l'industrie se tourne vers l'Etat. Ce dernier apparaît comme le seul capable de garantir la survie de la sidérurgie, et donc les intérêts des multiples parties prenantes. Un commentateur s'exclame : « Heureusement qu'il y avait l'Etat en 1978 ! » (Les Echos, 16/01/1986). Nous voyons donc que le schéma mental partagé en France confère pendant longtemps une certaine légitimité à la gouvernance par l'Etat, la stratégie des dirigeants étant tributaire des décisions technocratiques de l'administration.

A l'intérieur des entreprises sidérurgiques, cette vision technocratique de la réalité des firmes est doublée d'une culture d'ingénieurs. En effet, les investissements sont souvent guidés par l'objectif d'un accroissement ultérieur des capacités. Le retour sur capitaux investis joue ainsi un rôle subalterne pour la prise de décision. La valorisation de l'apport de l'actionnaire ne figure pas au premier plan. Ce qui compte, c'est la création ingéniérique. Le récit suivant est tout à fait symptomatique à cet égard.

> « Déjà, lors de la restructuration du groupe Wendel-Sidélor en 1968, on s'était aperçu avec stupeur qu'une des trois sociétés fusionnées ne pratiquait pas d'amortissements. Elle investissait en début de mois, en fonction des rentrées prévues ... Le patron du groupe, Louis Dherse, avouait en qualité d'ingénieur X-Ponts qu'il était peu intéressé par ces questions financières. Peuplés d'X-Mines et d'X Ponts, la sidérurgie et son ministère de tutelle, celui de l'Industrie, ne raisonnaient qu'en termes de capacité et le marché devait suivre. » (Challenges, juillet-août 1995).

Selon cette approche, la valeur de l'entreprise se mesure par sa taille. Les investissements souvent redondants des sociétés Usinor et Sacilor avant leur rapprochement, effectués pour de simples raisons de prestige dans une compétition fratricide, en sont tout à fait symptomatiques. A ce sujet, la presse parle en effet « [d']investissements faits trop souvent en double, dans le but de contrer le rival » (Le Monde, 05/09/1986). Il en ressort clairement qu'à cette époque les objectifs stratégiques se différencient nettement de la valorisation du capital actionnarial.

1.2.1.2. Perception des mécanismes efficients et « marche à la privatisation »

C'est un homme nouveau, qui promeut une philosophie nouvelle. Avec l'arrivée d'une nouvelle majorité au gouvernement, les idées libérales trouvent les moyens de leur mise en œuvre. A la tête du ministère de l'Industrie, Alain Madelin dispose d'un pôle d'influence pour la mise en application de ses idées. Il est ainsi capable de jouer le rôle d'un entrepreneur institutionnel, car comme tel il doit disposer d'un levier d'action. Son schéma mental est en rupture avec certains schémas traditionnels. Ainsi, Madelin réclame notamment une réduction du poids de l'Etat. L'implémentation de ses idées est facilitée parce qu'il profite d'un contexte idéologique favorable, grâce à l'évolution du schéma mental partagé, amorcée avec la déréglementation[305] du marché financier en 1984. A son tour, le nouveau gouvernement intensifie alors la propagation de la représentation des mécanismes de marché comme efficients.

Le ministre de tutelle d'Usinor et de Sacilor souhaite désormais que cessent les interventions directes des pouvoirs publics dans la gestion des entreprises. « Alain Madelin va s'effacer. La responsabilité de l'acier français sera du ressort d'un chef d'entreprise, et d'un seul » (L'Usine Nouvelle, 04/09/1986). Même dans le cas des entreprises publiques, non soumises au contrôle par le marché financier, Madelin plaide pour un Etat qui se limite à son rôle d'actionnaire, tout comme le ferait un actionnaire privé. Cela veut dire que la gestion de la firme est déléguée à un spécialiste, le dirigeant. Comme le poste doit être occupé par quelqu'un qui est caractérisé par sa compétence managériale, l'actionnaire public doit lui laisser les mains libres pour la formulation de la stratégie de l'entreprise. A ce sujet, le ministre déclare : « Il n'y aura pas de plan Madelin de la sidérurgie » (L'Usine Nouvelle, 04/09/1986). Ainsi, idéologiquement, l'espace de libre action du dirigeant devient un facteur d'efficience pour la firme. Cette approche implique une relative inefficience supposée d'un pouvoir trop important qu'exerce l'Etat sur la direction de la grande entreprise. Dans la pensée libérale, le pouvoir disciplinaire, résultat d'un contrôle légitime de l'efficience, est le mieux assuré par les mécanismes de marché. Pour cette raison, la demande du retrait de l'Etat des décisions stratégiques des entreprises s'accompagne de l'exigence du transfert de la propriété des firmes vers des investisseurs privés. La droite au pouvoir amorce alors un processus de privatisation. Dans ce contexte, même si la situation financière d'Usinor Sacilor ne permet pas à ce groupe un retour au privé dans le cadre de la première vague de

[305] Rappelons que celle-ci a été mise en place par la « gauche ».

privatisations, les attentes concernant la gestion du groupe s'orientent désormais selon les critères d'une entreprise privée.

Au niveau local des entreprises sidérurgiques, l'arrivée de la « droite » au pouvoir est suivie par la nomination de Francis Mer à la direction d'Usinor et de Sacilor. Cette nomination est issue de « la volonté du gouvernement de porter un homme neuf à la tête de la sidérurgie » (Agefi, 02/09/1986). Le nouveau PDG apporte ainsi un air de modernité à cette industrie, ce qui est illustré par la citation suivante. « D'allure un peu austère, M. Francis Mer fait partie [...] de ces *jeunes managers* (il a quarante-sept ans) issus de la pépinière Saint-Gobain » (Le Monde, 04/09/1986, nos italiques). Ou encore : « L'homme est jeune [...] et inconnu du public » (L'Usine Nouvelle, 04/09/1986). Compte tenu du contexte français, la formation initiale du nouveau dirigeant, reçue à l'Ecole Polytechnique, apparaît cependant comme relativement classique. Notons aussi que F. Mer est un ancien du corps des Mines. Son expérience professionnelle l'amène néanmoins à côtoyer un milieu dont les modes de fonctionnement dépassent une approche purement française. Après ses études, F. Mer passe quelques années dans l'administration publique, où il accumule des expériences internationales. Dans ce contexte, il est entre autres conseiller technique du fonds de garantie du conseil de l'entente à Abidjan, et chargé de mission au secrétariat général du comité interministériel pour les questions de coopération économique. Il intègre le groupe Saint-Gobain en 1970, où il acquiert une réputation de « stratège industriel et de meneur d'homme » (La Croix, 03/09/1986). Avant de quitter le groupe Saint-Gobain, il y accède au poste de PDG de la filiale Pont-à-Mousson, qu'il transforme « [d]'un groupe essentiellement franco-allemand [en] un ensemble européen leader dans sa spécialité, la canalisation » (Le Monde, 04/09/1986). Pendant cette période, il acquiert le plus important fondeur britannique de canalisations, et des participations significatives en Espagne, Italie, et Allemagne. Il possède alors une solide expérience des affaires internationales. Le Nouvel Economiste (05/09/1986) lui attribue la dénomination d'un « négociateur de dimension internationale ».

Selon la presse, F. Mer connaîtrait A. Madelin, et ce dernier apprécierait le nouveau PDG (Le Point, 08-14/09/1986). Pour cette raison, le stratège industriel, « au nom du libéralisme, [reçoit] carte blanche des pouvoirs publics» (La Vie Française, 08-14/09/1986). Dès son arrivée, Francis Mer a la volonté de parvenir à un retour du groupe entre des mains privées, ce qu'il considère comme une situation normale pour une entreprise du secteur concurrentiel. Ainsi, à partir de la fin 1986, « c'est une marche à la privatisation » (entretien

HL). Dans l'esprit de la nouvelle équipe dirigeante, le contrôle étatique n'est donc pas perçu comme le meilleur moyen pour assurer l'efficience de la gestion. La citation suivante est significative à cet égard. « La *corporate governance* et l'organisation, c'est un dialogue à la fois plus simple et plus exigeant *entre les actionnaires et l'entreprise*. Et le retour sur capitaux investis, c'est une des traductions de l'efficacité de l'entreprise *due aux actionnaires*. [...] Vraisemblablement, tout cela fait partie de ce qui est la mutation d'Usinor et de Sacilor à partir de 86. » (entretien HL). Le schéma mental de la nouvelle équipe dirigeante se focalise donc davantage sur les mécanismes jugés aptes à optimiser la valeur actionnariale. Une mesure concrète, qui est prise à cet égard, est la reformulation de toutes les procédures d'investissement (entretien HL). Celle-ci entraîne la mise en place d'un système de contrôle du retour sur capitaux investis pour chaque activité, permettant une gestion de portefeuille active. En fait, à partir du moment où il prend ses fonctions, le nouveau dirigeant poursuit un programme important de rationalisations, qui a comme objectif une meilleure productivité et un recentrage sur les activités centrales, jugées comme étant celles avec les meilleures perspectives[306]. Dès le départ, la gestion de F. Mer est ainsi menée dans l'esprit d'une entreprise privée. Plus tard, au moment de la privatisation en 1995, F. Mer déclare que « les Américains ont été frappés de voir qu'en France une entreprise publique a pu être gérée 'comme une entreprise privée' » (Les Echos, 27/06/1995). L'essence de la philosophie sous-jacente est l'objectif de création de valeur pour l'actionnaire. Le dirigeant de l'entreprise apparaît ainsi comme mandaté par les actionnaires et doit assurer une gestion dans leurs intérêts. Ces derniers sont considérés comme légitimes.

Chez Usinor, on s'oppose, par conséquent, au refus par certains de la philosophie actionnariale anglo-saxonne. Selon le point de vue partagé par la direction, un tel refus paraît critiquable du fait de la grande « exigence morale », qui sous-tend l'approche promue notamment par les fonds de pension anglo-saxons. La prise de position suivante illustre ce point : « Je suis étonnée d'entendre que les fonds de pension exercent une pression insupportable. C'est complètement faux. Ils ont des exigences *légitimes* que nous avons tous. » (entretien HL). Mais, on s'oppose également à une cristallisation trop marquée de l'idéologie, favorisant au contraire un pragmatisme qui permette aux idées une capacité d'évoluer. Au sein d'Usinor, l'acceptation de l'idée de retour sur capitaux investis a progressé

[306] Le recentrage se reflète, entre autres, dans l'importante réduction des effectifs. En effet, le personnel employé en France à fin 1986 était d'environ 97 000 personnes. Ce même chiffre était de 53 700 en 1993, et de seulement 46 500 à fin 1997.

peu à peu depuis 1986 (entretien HL). Ceci s'est notamment fait grâce à l'arrivée d'un homme nouveau qui était prêt à vivre sa différence face à une autre culture, parce qu'il croit en l'efficacité du libéralisme.

Croire en l'efficacité du libéralisme signifie la croyance que l'optimisation de la valeur actionnariale assurée grâce au fonctionnement des mécanismes du marché financier contribue au bien-être global. L'entreprise privée, régie par les lois du marché, permettrait alors une création de valeur plus importante qu'une entreprise publique. La question qui se pose à ce niveau pour le cas étudié est la suivante : quelle est la perception des mesures concrètes, qui sont supposées permettre à la direction d'une entreprise privée de créer plus de valeur qu'une entreprise publique ? Autrement dit, de quelle manière, le groupe Usinor Sacilor profiterait-il d'avoir des actionnaires privés ? Il s'agit en effet de savoir si la volonté du dirigeant du groupe sidérurgique d'obtenir la privatisation est réellement motivée par sa représentation des opportunités de création de rentes. Par rapport à cette question, nous constatons que la direction d'Usinor perçoit un potentiel stratégique important, qui ne peut être exploité que grâce à la participation d'investisseurs privés. Il s'agit en effet d'une stratégie qui met l'accent sur l'internationalisation comme seul moyen de résister, à terme, à la compétition. Or, la direction d'Usinor ressent une limite forte à l'internationalisation émanant de l'actionnaire public. Par conséquent, avec la privatisation et l'accès aux capitaux privés, le dirigeant vise « la faculté, en se détachant de l'Etat, d'être libre de ses investissements [à l'international] » (entretien HL). Selon cette perspective, la privatisation apparaît comme un moyen de créer plus de valeur, à travers l'amélioration perçue des conditions de création de rentes. Ces conditions recouvrent notamment une certaine latitude du dirigeant, augmentée par les fonds privés, à poursuivre une stratégie qu'il pense être créatrice de valeur. Comme l'accès au fonds privés implique un changement majeur des structures de GE, le cas Usinor renforce ainsi la crédibilité de la **proposition 1**. Selon cette dernière, le dirigeant perçoit les opportunités d'un changement des structures de GE en fonction de son schéma mental. Celui-ci s'articule autour de la perception des opportunités de création et d'appropriation de rentes. Ces opportunités, dans le schéma mental de F. Mer, sont mieux exploitées en faisant appel à une nouvelle catégorie de *stakeholders*, à savoir les actionnaires privés.

Or, le cadre conceptuel exposé plus haut explique également que le schéma mental du dirigeant doit être couplé avec une certaine latitude d'action afin de donner lieu à des changements effectifs des structures de GE. Cette latitude est cependant susceptible de

changer au cours du temps. Un des facteurs pouvant réduire l'espace discrétionnaire est un schéma mental partagé, par rapport auquel le schéma mental du dirigeant affiche un écart considérable (**proposition 6**). Dans un tel cas, le schéma mental partagé serait la cause d'une force modératrice par rapport au processus de changement des structures de GE. En ce qui concerne le groupe Usinor, l'évolution progressive de l'idéologie dominante en France, amorcée en 1984 et renforcée en 1986, donne des conditions favorables à la mise en œuvre des orientations stratégiques de F. Mer. Ainsi, plutôt que d'être opposées à l'idéologie dominante, les idées du dirigeant nommé en 1986 participent à la mutation du concept national de la firme conduite par certains responsables politiques. En 1986, le contexte institutionnel est donc favorable à l'approche de l'entreprise préconisée par F. Mer. Ce dernier n'obtient donc pas sa latitude managériale malgré sa philosophie de la firme, mais plutôt grâce à cette dernière, car elle est en phase avec l'idéologie du ministre de tutelle, le représentant d'un partenaire traditionnellement très important en France, c'est-à-dire l'Etat. Rappelons à ce sujet que l'action de la force modératrice supposée du schéma mental partagé nécessite la perception des partenaires de la firme qui jouissent traditionnellement d'un statut favorable dans le système de GE d'être spoliés. Or, il se trouve que les dirigeants de l'Etat sont eux-mêmes les entrepreneurs du changement institutionnel. L'impact d'un schéma mental individuel sur les structures de GE dépend donc de la co-évolution des divers niveaux du processus institutionnel[307]. Comme la représentation des conditions de création de valeur de F. Mer semble en phase avec l'évolution de l'idéologie dominante, le cas Usinor ne nous permet pas d'apprécier directement la plausibilité de la **proposition 6**.

Le schéma mental partagé n'est cependant pas le seul frein potentiel aux ambitions du dirigeant. Pour Usinor Sacilor, la situation financière difficile en 1986 signifie en effet que la privatisation ne peut, au mieux, être qu'un projet à moyen terme. Ainsi, le dirigeant poursuit un programme de restructurations industrielles, lui permettant entre autres de retrouver une capacité d'autofinancement. Cette dernière, ainsi que les efforts des actionnaires, contribuent au desserrement des contraintes importantes imposées par l'endettement élevé. Dans ce contexte, la nature cyclique de l'activité détermine partiellement les ressources générées en interne, car F. Mer opte pour la stratégie du tout acier. Par conséquent, l'espace discrétionnaire du dirigeant dépend en partie de la conjoncture du marché de l'acier. La crise

[307] Notons d'ailleurs à cet égard qu'un décalage entre le schéma mental partagé et une représentation individuelle ne résulte pas forcément du caractère novateur de cette dernière. Ainsi, une approche individuelle classique se démarquant clairement des modifications de l'idéologie dominante peut également afficher des différences importantes.

de l'acier passée, Usinor Sacilor retrouve sa capacité d'autofinancement et continue son désendettement. La réduction de la dette coïncide alors avec une plus grande liberté du dirigeant au niveau de la formulation de sa stratégie industrielle et financière (cf. Ravid et Sudit, 1994). Le rôle des ressources financières dans le changement de la latitude managériale sera approfondi ultérieurement (1.2.3.). Retenons pour l'instant seulement que la capacité d'autofinancement influe également sur l'étendue de l'espace discrétionnaire, qui définit les moyens de la mise en œuvre de la stratégie personnelle du dirigeant. La nature cyclique des *cash-flow* contribue ainsi au caractère dynamique de la latitude managériale. Aux yeux de Francis Mer, en 1995 se présente enfin l'opportunité de rendre son groupe au secteur privé. La presse lui attribue le slogan « la privatisation maintenant ou jamais » (Figaro, 07/06/1995). Les conditions cycliques, ainsi que la rentabilité générée par l'entreprise, apparaissent comme des facteurs favorables au changement d'actionnaires. Le dirigeant d'Usinor Sacilor va alors militer pour la privatisation de son groupe (Figaro, 07/06/1995). Une campagne d'image s'accompagne de négociations avec les pouvoirs publics.

Le gouvernement décide de donner le feu vert à l'opération. Le bilan positif de la stratégie engagée par Francis Mer depuis son arrivée en 1986 est à la base de sa reconduction à la tête du groupe sidérurgique en 1995. Le PDG en place, qui compte la privatisation parmi ses réussites personnelles, n'aura donc pas seulement initié le projet, mais accompagnera effectivement le passage de sa société au privé. Notons dans ce contexte que la continuité de son mandat lui permet de se démarquer de ses prédécesseurs, qui ont connu un turnover plus important. De cette façon, le dirigeant est capable de bénéficier d'une partie des rentes créées. Mer a su imposer sa stratégie, et l'actionnaire principal, reconnaissant son rôle dans le redressement du groupe, le mandate pour conduire la firme sur le marché des capitaux. Il en ressort que le principal vecteur d'enracinement est à ce moment la perception de l'actionnaire majoritaire de la capacité de F. Mer de créer des rentes, car l'Etat reconnaît la réussite de sa stratégie de restructurations (Le Monde, 08/06/1995). L'appropriation d'une partie des fruits de sa stratégie, sous la forme de la pérennisation de son mandat, est donc tributaire de ses possibilités de crédibiliser son potentiel de création de valeur. Dans un contexte de rationalité procédurale, la qualité du schéma mental[308] du dirigeant est jugée par rapport aux succès passés.

[308] Rappelons que c'est le schéma mental du dirigeant qui conditionne sa stratégie de création et de répartition de rentes.

La privatisation implique des changements importants au niveau des structures de GE. Notamment, la structure de l'actionnariat et la composition du conseil d'administration subissent des transformations importantes. Là encore, le PDG d'Usinor bénéficie d'une certaine liberté d'action, permettant la poursuite de sa stratégie. Ainsi, c'est Francis Mer qui choisit le groupe d'actionnaires stables, notamment en fonction de sa cohérence avec les orientations stratégiques.

Tableau 4: Groupe d'actionnaires stables d'Usinor

Actionnaire	Part du capital
EDF	3,7 %
Cogema	3,4 %
Crédit Lyonnais*	3 %
Lucchini**	2 %
Air Liquide	1 %
Malakoff	0,9 %
Crédit National	0,5 %
Warburg**	0, 5 %

Source : d'après Les Echos (27/06/1995).

* Le Crédit Lyonnais cède, en effet, dans le contexte de l'opération de privatisation sa participation de 20%. Il reste cependant présent parmi les actionnaires stables. Notons que l'Etat conserve également une participation d'environ 8%, qu'il cédera en 1997.

** Compte tenu de la stratégie internationale poursuivie par F. Mer, il semble intéressant de signaler la présence d'un sidérurgiste italien et d'une banque d'investissement anglo-saxonne.

Les membres du conseil d'administration sont également sélectionnés par le dirigeant (entretien T). Dans ce contexte, le choix des administrateurs est en grande partie motivé par les compétences particulières qui répondent aux axes stratégiques. A ce titre, on note surtout la présence d'un certain nombre d'administrateurs ayant une expérience internationale dans différentes zones géographiques. On constate, donc, une composition du conseil d'administration fortement influencée par le dirigeant, en cohérence avec sa stratégie de développement. La privatisation a ainsi permis de réduire l'influence qu'exerce l'Etat sur la composition du conseil d'administration. Par conséquent, il est possible d'affirmer que la dénationalisation a contribué à l'élargissement de la marge de manœuvre du dirigeant, dans la

mesure où le conseil d'administration devient, plus qu'avant, un vecteur de la stratégie, alors qu'auparavant il était partiellement imposé par l'Etat.

Tableau 5: Evolution de la composition du conseil d'administration d'Usinor

Catégorie	Détail	1987-1991	1992-1994	1995-1996	1997
Président	F. Mer	1	1	1	1
Représentants de l'Etat		6	5 ↓	1 ↓	- ↓
Personnalités qualifiées		5	5	8 (dont 1 Deutsche Bank, 1 BNP, 1 St. Gobain.) ↑	8
Représentants d'entreprises	Crédit Lyonnais	-	1 ↑	1	1
	Groupe d'actionnaires stables	-	-	3 ↑	3
Salariés	Actionnaires	-	-	1 ↑	1
	Autres	6	6	3 ↓	3

Source : d'après les rapports annuels du groupe Usinor.

Si la **proposition 1** est correcte, le changement de la composition d'un organe de GE comme le conseil d'administration, s'il émane de l'initiative du dirigeant, doit être motivé par la perception du dernier des meilleurs partenaires pour sa stratégie de création de rentes. A ce sujet, nous constatons que la structure de contrôle de l'entreprise privatisée est marquée par un groupe d'actionnaires stable, dont certains représentants siègent au conseil d'administration. Le fait que F. Mer ait choisi lui-même les membres de ce groupe rend crédible l'idée selon laquelle l'action du dirigeant sur les structures de GE est motivée par sa perception des possibilités de création et d'appropriation de rentes. La citation suivante illustre ce point.

> « C'est lui [F. Mer] qui a choisi [les actionnaires stables]. C'est lui, le chef de l'entreprise. C'est lui qui sait [...] où sont les intérêts de l'entreprise. Dans sa tête, dans cette démarche d'accompagner nos clients [...], qui sont déjà globaux pour beaucoup d'entre eux, [le PDG avait déjà l'idée] qu'Usinor allait devoir faire des efforts pour s'internationaliser » (entretien HL).

Au delà des représentants du groupe d'actionnaires stables, F. Mer a également choisi des administrateurs pour leurs compétences particulières par rapport à la stratégie suivie.

« Nous avons des personnalités indépendantes. Nous en avons au sein du conseil. Nous avons un ancien ambassadeur, qui est conseiller d'Etat, nous avons un ancien ministre et ancien président de société, qui est M. Roger Fauroux, nous avons un banquier anglais, qui est à Hong Kong pour une banque allemande. Des gens qui connaissent soit des processus politiques soit des discussions internationales, le cas de l'ambassadeur ou de l'ancien ministre, qui connaît aussi l'industrie. Des gens qui connaissent des endroits, des parties du monde qui nous intéressent. Pour l'Asie, Simon Murray. Nous avons également un canadien, qui connaît l'industrie des biens intermédiaires. Un canadien anglais qui vit aux Etats-Unis. C'est-à-dire, nous avons ces personnalités indépendantes qui représentent différents aspects des composantes de la stratégie. » (entretien HL).

La direction d'Usinor perçoit en effet le potentiel d'une création de rentes grâce à l'internationalisation. Conformément à la **proposition 1**, le changement de la structure de contrôle et de la composition du conseil d'administration s'opère en cohérence avec la stratégie de création de valeur du dirigeant.

En résumé, nous pouvons dire que la **proposition 1** apparaît comme plausible à la lumière de l'analyse des motivations de la privatisation du groupe Usinor. Les changements des structures de GE sont en effet conduits dans le souci d'améliorer les conditions de création de rentes. Les actionnaires privés sont considérés comme les mieux à même pour remplir ces conditions. Tout en ayant illustré l'impact du schéma mental du dirigeant sur le changement des structures de GE, nous avons également mis en exergue la contingence temporelle de la latitude managériale. L'importance de cette dernière influence en effet les possibilités de l'implémentation du schéma mental individuel du dirigeant. Dans ce contexte, à côté de l'évolution de l'idéologie dominante, la politique de financement est un facteur important. Son analyse fait l'objet de la sous-section suivante.

1.2.2. Une décennie de politique de financement d'Usinor : retrait de l'Etat et élargissement progressif de l'espace des financements possibles

A l'arrivée de F. Mer en 1986, Usinor et Sacilor sont financées d'une manière quasi-exclusive par fonds publics. La marge de manœuvre financière est alors extrêmement restreinte. Par la suite, le groupe acquiert une plus grande flexibilité concernant le recours à différentes sources de financement. L'analyse de cette évolution de la politique de financement peut être décomposée en trois étapes, qui correspondent aux sous-sections suivantes. Pour chacune de ces étapes, nous retraçons les mécanismes du processus dynamique liant la politique de financement aux structures de GE.

1.2.2.1. Le rôle de l'Etat dans la résolution de la crise

Pendant la période d'interventionnisme étatique de l'après-guerre, les pouvoirs publics décrètent le blocage des prix de l'acier. A cette époque, le gouvernement d'entreprise est donc marqué par le poids important de l'Etat, exerçant une contrainte directe sur la stratégie du groupe. Cette situation, en conjonction avec une pression importante favorisant le maintien du personnel, conduit à un manque d'autofinancement de la part de l'industrie sidérurgique. Cette dernière, afin de pouvoir financer ses investissements, doit recourir de façon massive à l'endettement. Une telle évolution paraît cohérente avec la **proposition 4**, selon laquelle les mécanismes de gouvernance qui jouent à un instant donné – ici, il s'agit des interventions directes de l'Etat – influent sur l'ensemble des possibilités de financement. Le résultat est une dégradation progressive de la situation financière, qui trouve un premier point culminant en 1978, date à laquelle l'Etat décide de convertir ses créances en capitaux. Ainsi, les entreprises sidérurgiques passent sous le contrôle des pouvoirs publics pour cause de faillite. A ce moment, c'est donc plutôt la mauvaise situation financière, c'est-à-dire un manque de capacité de financement interne, qui entraîne un changement des structures de gouvernance. Les firmes sidérurgiques sont alors nationalisées. Ce statut national renforce davantage l'emprise de l'Etat. L'espace discrétionnaire des dirigeants, nommés par les pouvoirs publics, se trouve très réduit. Ceci se traduit par une rotation élevée des PDG[309] avant l'arrivée de F. Mer. Usinor et Sacilor, qui sont incapables d'autofinancer leurs investissements, sont alors financés par fonds publics. Les mécanismes de gouvernance, dans lesquels l'Etat joue un rôle dominant, favorisent ainsi un certain type de financement externe. Sur l'ensemble des dix années précédant 1986, on estime le montant des subventions destinées à la sidérurgie à environ 100 milliards de francs (Le Figaro, 30 août 1986). L'Etat ayant pris le contrôle du capital alimente, en effet, par des deniers publics la sidérurgie par crainte des conséquences sociales de son éventuelle disparition. La sidérurgie est donc un dossier hautement politisé, ce qui donne une incitation aux dirigeants du gouvernement de pérenniser son existence par l'injection d'aides massives.

Seulement, la Commission Européenne considère les aides publiques à l'industrie comme une entrave à la concurrence. Pour cette raison, elle interdit toute subvention directe de l'activité sidérurgique à partir du 31 décembre 1985. Avant cette date, une dernière enveloppe d'aides en direction des sidérurgistes français d'un montant de 20 milliards de

[309] Selon *La Tribune* du 2 septembre 1986, entre 1978 et 1986, les PDG se seraient succédés « un peu vite ».

francs est décidée (Les Echos, 2 septembre 1986), dont le versement s'étale sur plusieurs années. Les entreprises sidérurgiques, à ce moment-là incapables de faire appel au marché des capitaux, doivent donc se contenter de ce dernier apport de ressources externes de la part de l'Etat et de leurs propres forces, afin d'assurer leur avenir. Ainsi, l'interdiction de Bruxelles renforce l'obligation pour l'industrie sidérurgique de rétablir sa capacité d'autofinancement. La contrainte exercée par la Commission Européenne concerne donc directement les possibilités de financement externe des groupes sidérurgiques. Conformément à la **proposition 4 a**, la modification des structures de gouvernance, qui consiste ici en une réduction de l'espace discrétionnaire à travers le cadre réglementaire, entraîne une modification de l'espace des financements potentiellement disponibles.

Comme un redressement des résultats ne peut cependant pas être attendu dans l'immédiat et que les deux sociétés se trouvent en situation de faillite virtuelle, l'Etat doit tout de même intervenir. En effet, les fonds propres étant négatifs, Usinor et Sacilor sont légalement obligées de reconstituer leurs fonds propres avant fin 1986. C'est dans ce contexte qu'arrive Francis Mer. La solution envisagée et mise en œuvre en accord avec l'Etat est la suivante. On reconstitue, en effet, les capitaux propres par un simple jeu d'écritures qui annule les actions en place, augmente immédiatement le capital en transformant les créances de l'Etat et réduit encore une fois le capital pour absorber les pertes passées et constituer une réserve pour les pertes prévisionnelles. Des créances publiques d'un montant d'environ 50 milliards de francs sont en effet converties (Agefi, 22 septembre 1986). Cette opération, tout en améliorant la situation financière d'Usinor et de Sacilor, évite un nouveau versement de fonds publics, interdit par Bruxelles. Ainsi, l'opération apparaît comme une simple transformation des caractéristiques légales (dette échangée contre capitaux) de financements qui avaient été versés antérieurement. Le bailleur de fonds, en l'occurrence l'Etat, reste le même. La contrainte forte émanant du poids de l'endettement a ainsi pu être desserrée par une conversion en capitaux, tout en laissant inchangée la principale source de financement. A l'issue de cette opération, le nouveau PDG se trouve avec une base d'action plus solide, lui permettant de suivre une stratégie de restructurations importantes. Cet échange de dettes contre capitaux propres et l'augmentation de la marge de manœuvre qui en résulte semblent correspondre à la hiérarchie des financements établie par Ravid et Sudit (1994), pour lesquels l'endettement constitue le financement le plus contraignant.

Notons, par ailleurs, qu'au moment de ce double coup d'accordéon, 19% du capital d'Usinor et 8% de celui de Sacilor se trouvent encore entre les mains de porteurs privés. Les actions concernées représentent, en somme, une valeur boursière d'environ 460 millions de francs (AFP, 19 septembre 1986). A l'issue de l'opération sur le capital, les porteurs privés perdent leurs droits et l'Etat se retrouve quasiment comme seul détenteur de titres des sociétés sidérurgiques. Le ministère des Finances justifie cette procédure en rappelant l'obligation de tous les actionnaires de contribuer à l'effort de redressement (Figaro, 22/09/1986). On voit mal pourquoi l'Etat serait le seul actionnaire à subir les pertes des deux firmes.

Avec la reconstitution du capital, l'Etat fournit au nouveau PDG une situation de départ viable. La gestion se trouve en effet libérée de la menace de mise en faillite, qui était imminente pour la fin 1986. Notons aussi que l'Etat fait appel à Francis Mer en tant que spécialiste de la stratégie industrielle avec une réputation de redresseur d'entreprise (Le Monde, 4 septembre 1986). Ainsi, le nouveau PDG se met au travail en engageant un programme de restructurations industrielles profondes. L'effort d'optimisation des structures d'un groupe, qui hérite de son passé un manque de cohérence, porte ses fruits avec, pour la première fois, des bénéfices en 1988. On constate, à ce niveau, que l'élargissement de la latitude managériale n'est pas incompatible avec l'efficience, mais peut, au contraire, contribuer à l'amélioration des performances. Ceci semble cohérent avec l'approche défendue par Castanias et Helfat (1991, 1992). Le fait de retrouver une rentabilité positive permet par ailleurs au groupe de rétablir sa capacité d'autofinancement. Grâce à celle-ci (et à une nouvelle transformation d'obligations détenues par un organisme public en 1988[310]), Usinor Sacilor poursuit une politique de désendettement, afin d'augmenter davantage sa capacité d'action.

1.2.2.2. L'entrée du Crédit Lyonnais dans le capital

Mais, au début des années 1990, c'est la crise de l'acier européen. En 1991, Usinor Sacilor replonge dans le rouge. Une augmentation de capital, lors de laquelle le Crédit Lyonnais apporte 2,53 milliards de francs d'argent frais, permet de passer la crise. Cette opération de financement externe est autorisée par la Commission de Bruxelles, qui n'y voit pas une aide publique déguisée. Selon l'enquête menée par des auditeurs indépendants, le

[310] Il s'agit d'obligations d'une valeur de 9,1 milliards de francs, souscrites en 1983 et 1985 par le FIS (Fonds d'Intervention Sidérurgique).

Crédit Lyonnais aurait, en effet, pris sa décision d'investir dans Usinor Sacilor sans être influencé par les pouvoirs publics et selon les critères de rentabilité exigés normalement de ce type d'investissement (Financial Times, 27 novembre 1991). Ainsi, à côté de l'Etat, la banque nationalisée se trouve détenteur du capital d'Usinor Sacilor à hauteur de 20%. L'injection de fonds externes de la part de ce nouvel investisseur s'accompagne d'une modification des structures de gouvernance du groupe sidérurgique. En effet, la banque publique occupe désormais un siège au sein du conseil d'administration d'Usinor Sacilor[311]. Son représentant est Monsieur Jean-Yves Durance. On observe ainsi un changement simultané de la structure de financement et de la composition d'un organe de contrôle. Ces événements correspondent en effet à la **proposition 3**, selon laquelle le choix d'un financement externe en provenance d'un partenaire nouveau coïncide avec des ajustements des structures de gouvernement d'entreprise.

1.2.2.3. Disponibilité de ressources financières et choix stratégiques

En 1994, on renoue avec les bénéfices. L'autofinancement permet alors la continuation de la politique de désendettement. Enfin, en 1995, grâce à une santé financière rétablie et dans le contexte d'un cycle porteur du marché de l'acier, le dirigeant perçoit le moment propice pour la privatisation du groupe. Ne voulant pas laisser passer cette opportunité, il milite alors activement auprès des pouvoirs publics pour un retour de son groupe entre les mains d'investisseurs privés. A la direction du groupe, on est convaincu que la compétitivité de la firme passe par son développement à l'étranger. Or, avec l'Etat comme investisseur principal, on ressent chez Usinor des contraintes s'opposant à la réalisation d'un tel développement, perçu par le dirigeant comme étant un générateur important de la bonne performance future. Les motivations de la privatisation sont alors décrites dans les termes suivants : « C'est bien sûr l'accès aux capitaux privés, que l'on prépare, et c'est aussi la faculté, en se détachant de l'Etat, *d'être libre de ses investissements* [...] hors d'Europe » (entretien HL). Selon la représentation de la direction du groupe, c'est donc dans le partenariat avec des investisseurs privés que résident les meilleures opportunités de création de valeur. On cherche ainsi un changement des structures de gouvernement d'entreprise, afin de pouvoir faire appel au marché des capitaux. Cette observation va dans le sens de la **proposition 4 a**, qui nous signale qu'une modification des mécanismes de gouvernance entraîne une modification de l'espace des financements potentiellement disponibles.

[311] Cf. le tableau 5 concernant l'évolution du conseil d'administration présenté dans la sous-section précédente.

Chez Usinor, la politique de financement qui a recours au marché des capitaux est censée contribuer à la mise en œuvre d'une stratégie d'investissement, supposée être créatrice de valeur. Rappelons à ce sujet que le cadre conceptuel, présenté plus haut, nous enseigne que la perception des opportunités de création et d'appropriation de rentes constitue une incitation importante pour le dirigeant, entrepreneur organisationnel, à chercher une modification des structures de gouvernance. En réduisant considérablement le poids des pouvoirs publics, la privatisation entraîne un changement des mécanismes de contrôle, et, donc, des limites de la latitude managériale. Ainsi, après le passage au privé, c'est le PDG lui-même qui choisit librement la majeure partie des membres du conseil d'administration, et ceci en fonction de sa stratégie de développement (entretien T). Dans ce contexte, un certain nombre de personnes ayant une grande expérience internationale entre au conseil.

Avec la signature du décret de privatisation, la voie est libérée. Le passage au privé s'accompagne d'une augmentation de capital, qui permet l'injection de 5 milliards de francs de fonds en provenance d'investisseurs privés. Cet argent est surtout consacré à la continuation de l'effort de désendettement. On affiche alors chez Usinor la volonté de donner une priorité à la réduction du niveau d'endettement, afin de doter le groupe d'une marge de manœuvre importante. Celle-ci pourrait permettre à Usinor de saisir d'éventuelles opportunités d'acquisition (Agefi, 10/06/1996), lui permettant de poursuivre l'objectif du développement international. A ce niveau apparaît clairement l'utilisation des fonds disponibles pour une gestion active de l'espace discrétionnaire, conformément à la **proposition 2**. L'argument avancé en faveur du désendettement est en effet l'obtention d'une plus grande liberté d'action.

Notons qu'au cours de l'opération de privatisation, on installe un groupe d'actionnaires stable. Les membres de ce dernier acquièrent 15% du capital (dont 3% Crédit Lyonnais) dans une transaction de gré à gré. C'est Francis Mer lui-même qui choisit les sociétés faisant partie des actionnaires stables. En étudiant la structure du capital après privatisation, on s'aperçoit par ailleurs que la part du capital détenue par le grand public est très faible. Ce sont en effet les investisseurs institutionnels qui contribuent le plus fortement au financement du groupe sidérurgique au moment de la privatisation (Journal des Finances, 17/06/1995). Parmi les institutionnels, on estime actuellement à 15% la part du capital d'Usinor détenue par les investisseurs américains (entretien HL). Signalons également que,

lors du désengagement définitif de l'Etat en 1997, seulement 40% du bloc sont placés en France, contre 55% pour les pays anglo-saxons[312] (Les Echos, 24 et 25/10/1997). La forte présence de ces étrangers signale que le sidérurgiste français s'engage dans la compétition pour obtenir des ressources financières sur un marché des capitaux de plus en plus globalisé. Rappelons que selon la **proposition 2 b** les bailleurs de fonds potentiels investissent dans la firme en fonction de leur perception des capacités du dirigeant à favoriser la création de rentes. La proportion des différents types de bailleurs de fonds dans la structure du capital signalerait-elle une plus ou moins grande convergence des schémas mentaux des divers partenaires avec celui du dirigeant ? Bien qu'il semble difficile d'y répondre définitivement, il existe quelques indices à ce sujet. Ainsi, il y a d'abord les nombreuses expériences internationales de F. Mer chez Pont-à-Mousson, susceptibles d'avoir influencé son schéma mental. Par ailleurs, chez Usinor on souligne la grande « exigence morale » (entretien HL) des fonds anglo-saxons. Ce jugement positif à l'égard des intérêts de ce type d'investisseur pourrait donc être un indice concernant la proximité des schémas mentaux. Signalons également que l'agence de notation anglo-saxonne Moody's juge positivement l'évolution du sidérurgiste français. Sa note est mise « sous surveillance en vue d'un possible relèvement » (Agefi, 26/05/1995). Notons aussi le fait que l'important courtier américain Merrill Lynch est un conseiller du gouvernement pour cette privatisation (*Wall Street Journal*, 21/06/1995). Le président de Merrill Lynch France considère qu'Usinor possède un meilleur potentiel bénéficiaire que les *mini-mills* aux Etats-Unis (*ibid*). La campagne d'image préalablement à la privatisation semble par ailleurs avoir convaincu de nombreux investisseurs anglo-saxons que la direction d'Usinor gère conformément au critère de la valeur actionnariale. Ainsi, le *Financial Times* (26/06/1995) considère que la direction d'Usinor a fait une « forte impression » pendant les *roadshows*, et que 25 à 30% des ordres proviennent d'institutionnels du Royaume Uni. Selon la même source, les investisseurs américains montreraient également de l'intérêt. Il semble donc que F. Mer ait réussi à communiquer aux investisseurs étrangers, et notamment aux investisseurs anglo-saxons, sa vision des possibilités de création de valeur. Conformément à la **proposition 2 b**, ceci est un préalable important à l'accès aux fonds externes qui doivent alimenter sa stratégie de création et de répartition de rentes.

Bien qu'un nouveau financement externe permette potentiellement de soutenir la stratégie du dirigeant, il est aussi plus contraignant que les ressources générées en interne.

[312] L'Etat avait en effet conservé 8,7% du capital d'Usinor. Lors de la cession de ce paquet, 30% seraient destinés aux investisseurs du Royaume Uni et 25% à ceux des Etats-Unis.

Chez Usinor, la préparation de l'accès aux capitaux privés impose ainsi un effort considérable en termes de transparence. Ceci est alors ressenti comme une « vraie contrainte », comme nous le confirme la citation suivante.

> « [Il y avait] le fait du bilan de l'entreprise, qui ne faisait quand même pas les meilleurs financements. On s'est rendu transparent, faisant une vraie consolidation [...]. C'est un travail de titan. Cela a été fait en 90. On a produit une vraie consolidation sur le plan technique. Donc, cela rendait les choses plus lisibles *pour nos bailleurs de fonds*. C'était une belle contrainte pour l'entreprise au niveau de la gestion. Cela, c'est une *vraie contrainte*. » (entretien HL).

La transparence des états financiers permet alors une meilleure surveillance externe des conditions pour satisfaire les intérêts des investisseurs.

> « On a très vite assuré la transparence sur le plan financier, et nous avons demandé une notation aux agences de notation. »
>
> « Là aussi, [c'est] la mise en route des choses. Nous sommes arrivés à la privatisation avec des comptes qui tenaient la route » (entretien HL).

Nous voyons donc que, tout en venant à l'appui de la gestion de la latitude managériale, le recours au financements externes est relativement contraignant. Ceci est cohérent avec la **proposition 2 b**.

Signalons au sujet de l'espace discrétionnaire que la minimisation de l'endettement ne constitue « pas un dogme »[313]. Ainsi, au niveau de la direction, on se réserve la possibilité de recourir temporairement à l'endettement, afin de profiter d'éventuelles opportunités de croissance externe, en cohérence avec le développement international. La structure du bilan est en effet désormais telle qu'elle ouvre la possibilité d'émettre de la dette (Les Echos, 24/09/1997). L'assemblée générale de juin 1998 autorise ainsi le conseil d'administration à émettre des emprunts obligataires. Cette même assemblée générale donne l'autorisation à la société d'opérer en Bourse sur ses propres actions, et cela même pour des raisons autres que la régularisation du marché. On parle notamment de la possibilité de faire jouer un effet « relutif »[314]. La politique de financement se fait donc désormais avec la volonté de se servir de toute la panoplie des instruments d'une gestion financière active et moderne. Par conséquent, on est passé d'une situation, où les choix de financement étaient extrêmement restreints et quasiment imposés par la force des choses, à une situation, où les ressources

[313] « Message du Président aux actionnaires », Rapport annuel 1996.

[314] Ceci signifie la possibilité de sortir des liquidités de la firme et de les transférer aux actionnaires, si la direction considère que ces actionnaires ont des opportunités d'investissement plus rentables à l'extérieur que l'entreprise n'en ait en investissant les fonds en son sein. Ainsi, la « relution » contribue à justifier une gestion flexible des ressources financières.

financières sont gérées activement. Dans le processus, qui a permis de parvenir à ce point, le rétablissement de la capacité d'autofinancement a joué un rôle important. Ainsi, les ressources financières internes sont un levier important pour l'exercice effectif de la latitude managériale (**proposition 2 a**).

1.2.3. Les transformations successives de l'espace discrétionnaire du dirigeant d'Usinor

Les développements précédents montrent le lien entre politique de financement et structures de GE au cours du temps. Le corollaire de la gouvernance est l'espace discrétionnaire, qui confère au dirigeant sa capacité d'action. Ainsi, la politique de financement s'élabore dans un jeu constant entre le dirigeant et les structures de GE. Lorsque les possibilités de financements externes sont rares et que les investisseurs exigent une certaine rémunération, l'accroissement du financement interne apparaît comme le vecteur privilégié pour élargir la latitude managériale. Claude Dollé, prédécesseur de F. Mer à la tête de Sacilor, le formule au moment de son départ dans les termes suivants : « La seule garantie d'avenir pour une entreprise est de sécréter ses propres richesses, de n'avoir à compter que sur ses seules forces, ses seules ressources. Sinon, c'est le déclin rapide assuré, car l'assistance qui est la négation de l'entreprise ne peut être que temporaire, aucun actionnaire (fût-il l'Etat lui-même) ne pouvant accepter longtemps de tels efforts financiers » (cité dans Figaro, 03/09/1986). En effet, la faible disponibilité de fonds pour appuyer la stratégie du dirigeant peut être perçue comme un mécanisme de sélection dans l'évolution de l'ensemble des structures qui contraignent l'espace discrétionnaire. Ceci est illustré par la situation de la sidérurgie française au milieu des années 1980. En 1986, Usinor et Sacilor se trouvent au bord de la faillite. Etant incapables d'autofinancer leurs investissements, les deux firmes ont survécu jusque là uniquement grâce à l'injection de fonds publics. La latitude managériale est alors à son niveau le plus faible. Un commentateur de l'époque estime que « [l]a marge de manœuvre [...] de l'homme qui présidera aux destinées de la sidérurgie [est] étroite » (Le Nouvel Economiste, 29/08/1986). Et, à cause des ressources limitées, Le Quotidien (03/09/1986) titre « un patron dans l'étau de l'acier ». L'interdiction des subventions par Bruxelles augmente davantage la pression sélective pour une modification radicale des structures de GE. Cette dernière doit ouvrir au dirigeant l'accès potentiel à d'autres sources de financement (notamment internes), faute de quoi l'entreprise va disparaître.

C'est dans ce contexte que Francis Mer est nommé à la tête des deux groupes en 1986 par un ministre qui affiche clairement ses orientations libérales. Le gouvernement décide alors de déléguer la formulation et la conduite d'une stratégie industrielle pour l'ensemble de la sidérurgie à un « spécialiste », c'est-à-dire à un dirigeant d'entreprise. Ce dernier est nommé pour ses capacités managériales, dont il a fait preuve chez Pont-à-Mousson et qu'il devra employer au service du redressement. Le fait de faire appel à un homme, censé être un spécialiste du redressement (cf. Le Monde, 04/09/1986), implique en même temps qu'il est nécessaire de le doter des moyens nécessaires à la mise en œuvre de sa stratégie. Cette volonté de la part du gouvernement se manifeste à plusieurs niveaux. On note tout d'abord les déclarations du ministre de l'Industrie, insistant sur le fait qu'il n'y aura pas de plan Madelin pour la sidérurgie. Il s'agit, donc, de ne pas interférer dans la gestion décidée par le PDG. « C'est à Francis Mer [...], qu'incombera *la totale responsabilité de toutes les actions qui seront conduites*, le gouvernement tenant avant tout à maintenir l'Etat dans son rôle d'actionnaire. » (Les Echos, 04/09/1986, nos italiques). Le nouveau patron se trouve donc, en théorie, investi des pleins pouvoirs, l'Etat déclarant son intention de cesser d'influencer directement la stratégie de la firme. Cette intention d'aménager une marge de manœuvre pour le dirigeant s'accompagne de mesures concrètes, visant à pourvoir le PDG de leviers d'action pour la mise en œuvre de sa stratégie industrielle. Citons notamment le fait de la présidence commune des deux groupes, ainsi que les opérations de reconstitution du capital. La première mesure accroît, en effet, l'influence directe de Francis Mer, le plaçant en tête d'une hiérarchie commune, alors que la deuxième mesure desserre la contrainte financière qui menace la pérennité des entreprises.

Francis Mer prend donc les rênes d'une sidérurgie unifiée avec une situation financière, qui, grâce à l'effort de l'Etat-actionnaire, apparaît moins précaire dans l'immédiat. Le nouveau dirigeant, conscient qu'à terme son seul secours sera le rétablissement de la capacité d'autofinancement, a donc gagné du temps. Il se met au travail menant une politique de restructuration, qui s'oriente selon le pari stratégique du « tout acier ». La politique de restructuration est par ailleurs marquée par un effort considérable visant une simplification des structures du groupe, en regroupant notamment les activités proches au sein de branches d'activité clairement définies. Compte tenu de la complexité des structures juridiques qui prévalaient à l'origine, il s'agit là d'un travail important et progressif. Une telle simplification des structures, en améliorant la visibilité sur les différentes activités du groupe, accroît en même temps les possibilités d'intervention du dirigeant. Le désengagement des activités

perçues comme peu rentables et sans cohérence avec les orientations stratégiques globales accompagne la simplification de la structure juridique du groupe Usinor Sacilor. Ce groupe unique naît avec la création d'une société holding commune. Cette dernière consacre, sur le plan juridique, un état de fait déjà acquis, à savoir une structure de contrôle commune pour l'ensemble de la sidérurgie en France. La politique de réaménagement des structures, la gestion active du portefeuille, ainsi que l'effort de productivité poursuivi constituent les pièces centrales d'une stratégie visant le retour aux bénéfices.

Cette volonté de rétablir la rentabilité, grâce à la valeur qu'une telle démarche permet de créer, est également motivée par la nécessité de desserrer la contrainte financière afin d'assurer la pérennité du groupe. De cette pérennité dépend entre autres la possibilité pour le dirigeant de s'approprier une partie des rentes qu'il espère créer. En effet, le retour aux bénéfices, et le rétablissement de la capacité d'autofinancement qui l'accompagne, permet de consacrer des ressources au désendettement. Cette démarche permet d'augmenter l'autonomie financière, qui donne les moyens de mettre en œuvre une stratégie active de la part du PDG. Cette stratégie est, dès le départ (c'est-à-dire dès l'arrivée de F. Mer), menée dans l'esprit de la gestion d'une entreprise privée. La valorisation du capital de l'actionnaire est la pièce maîtresse d'une telle « philosophie de gestion ». Elle permettra à terme d'accéder à des fonds externes en provenance d'investisseurs privés.

Au vu des mauvaises performances qui caractérisent la situation de départ, l'effort interne est complété par un soutien extérieur. Ainsi, la transformation de créances de l'Etat en capitaux propres, qui a lieu à plusieurs reprises entre 1986 et 1991, ne constitue pas un financement nouveau, mais permet de desserrer davantage la contrainte financière par un simple changement de la dénomination de financements accordés préalablement. La crise de l'acier du début des années 1990 fait peser une nouvelle menace sur la rentabilité du groupe sidérurgique, qui replonge dans le rouge. Le cycle du marché de l'acier induit donc une contraction de la latitude managériale, qui peut seulement être compensée par une injection de fonds externes. L'augmentation de capital, à laquelle souscrit le Crédit Lyonnais, constitue un tel apport de fonds externes, permettant de préserver une autonomie financière, qui reste encore fragile compte tenu de l'héritage déficitaire de la sidérurgie française.

Jusqu'à la deuxième moitié des années 1990, la politique de financement d'Usinor est donc menée dans le souci d'une réduction constante de la dette afin de gagner en flexibilité.

Comme l'autofinancement est hautement cyclique compte tenu du pari du tout acier, le groupe industriel doit recourir aux augmentations de capital afin de diminuer l'endettement. En 1991, le financement par le Crédit Lyonnais est le premier exemple. La signature du décret de privatisation en 1995 et le rétablissement de la capacité bénéficiaire donnent enfin accès au marché des capitaux international. Le produit de l'augmentation de capital qui accompagne la privatisation est alors également affecté au désendettement.

La réduction du niveau d'endettement ne constitue cependant pas un dogme. Ainsi, à la direction du groupe, on déclare que la gestion active des relations de financement vise surtout la création d'une base solide pour la stratégie de développement de la firme. Dans ce contexte, il est tout à fait envisageable de voir remonter le niveau d'endettement, *de manière temporaire*, en fonction de l'identification d'opportunités de croissance. Interrogé en 1997, F. Mer l'exprime comme suit :

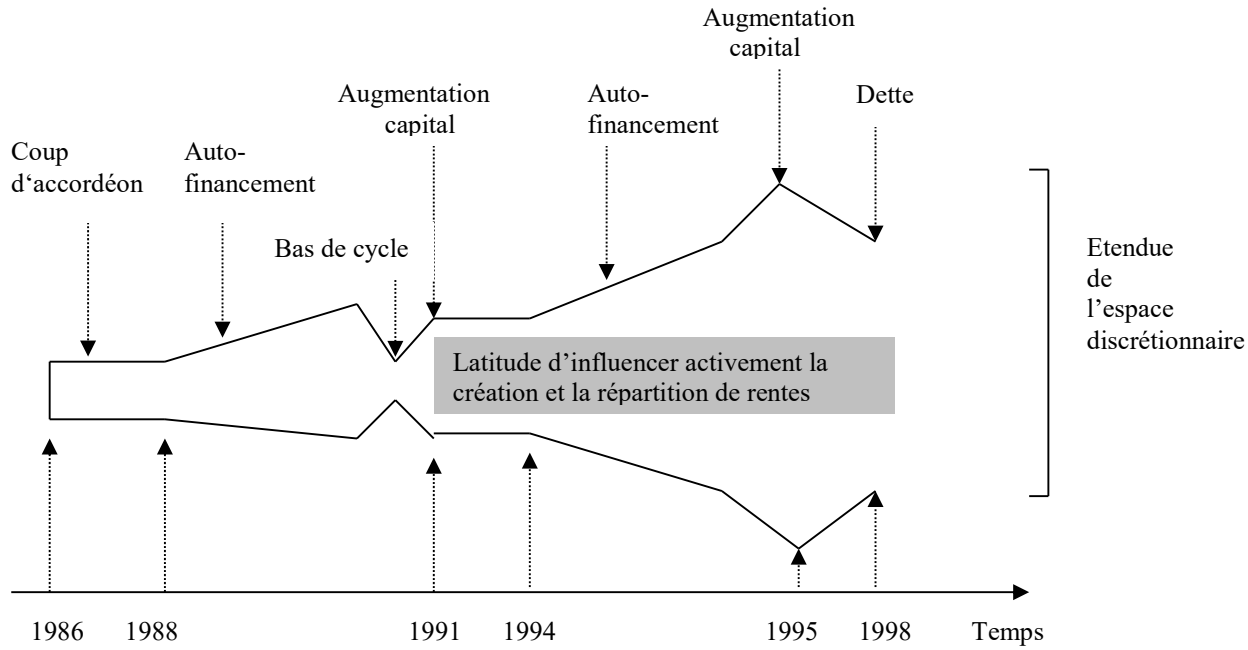
> « Nous n'avons pas l'ambition de devenir une banque ! Depuis deux ans, nous avons démontré que nous étions capables de nous désendetter, comme nous nous y étions engagés lors de la privatisation, mais ce n'est pas une fin en soi pour un groupe industriel. Nous souhaitons donc, tout en préservant nos équilibres financiers, trouver désormais des opportunités de croissance rentables qui pourront nécessiter un certain réendettement *temporaire*. » (cité dans Figaro, 28/04/1997, nos italiques).

La politique de financement apparaît ainsi comme un instrument pour réaliser les opportunités perçues. L'espace discrétionnaire ne constitue donc pas un objectif en lui-même, mais sert la stratégie de création et d'appropriation de rentes. Doté de son sens de la stratégie, le dirigeant est guidé par la perception des possibilités de création de valeur, dont le résultat peut (en théorie) partiellement être capté par lui. Dans ce contexte, il conçoit la stratégie sous la contrainte d'une autonomie financière suffisante, et non pas maximale.

Une contraction temporaire de l'espace discrétionnaire est acceptée par le dirigeant, s'il pense que cette politique augmente sa capacité future à peser sur la création et la répartition de rentes. Il s'agit donc d'une logique d'investissement. Le dirigeant renonce temporairement à l'autonomie financière acquise, afin de l'accroître à l'avenir. L'espace discrétionnaire n'est donc pas caractérisé par une croissance monotone. Ainsi, la stratégie perçue comme appropriée par le dirigeant à un instant donné peut amener ce dernier à accepter des réductions de sa latitude. Deux décisions de F. Mer illustrent ce point. Il s'agit de son choix stratégique du tout acier, le soumettant de fait aux contraintes financières issues de la conjoncture de l'acier, ainsi que de l'acquisition du sidérurgiste belge Cockerill-Sambre.

Cette opération fait en effet remonter l'endettement net du groupe d'Usinor à fin 1998 de 133% (*Handelsblatt*, 12 et 13/03/1999). Tout en réduisant temporairement la marge de manœuvre financière, l'acquisition est cohérente avec la stratégie de croissance internationale, perçue comme étant créatrice de valeur. Ainsi, F. Mer attendrait des effets de synergies annuelles de 300 millions de francs (*Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 16/10/1998).

Figure 15: Evolution de la latitude managériale de F. Mer en fonction du financement



L'étude de l'évolution de l'espace discrétionnaire présentée dans la présente sous-section illustre la plausibilité de **l'efficience contrainte** en tant que principe explicatif. La latitude managériale, élargie grâce au succès de la stratégie du dirigeant, entre autres à travers la génération de ressources internes, réduit en fait la pression sélective pesant sur les structures de GE du groupe. Cependant, lorsque cette pression devient trop importante, comme c'est le cas d'Usinor et de Sacilor après l'interdiction des subventions, des adaptations des structures de contrôle s'imposent. A défaut, la sélection entraîne l'élimination de la firme. L'aménagement de l'espace discrétionnaire pour F. Mer au début de son mandat par l'Etat, grâce à la transformation des structures de GE, apparaît ainsi comme la manifestation d'un apprentissage adaptatif (au niveau des responsables de la principale instance de contrôle). L'ancien dispositif de GE étant incapable d'assurer la survie de la sidérurgie, les représentants des pouvoirs publics tentent d'en installer un autre, perçu *a priori* comme plus efficient. La citation suivante est représentative de cette perception de l'efficience relative d'un espace

discrétionnaire aux contours modifiés. « [F. Mer] dispose des pleins pouvoirs et est en principe assuré d'avoir les mains libres au nom du libéralisme. *Dès lors il a apparemment toutes les chances de réussir à redresser durablement la barre*. » (La Tribune, 02/09/1986).

L'exemple de la sidérurgie française montre également l'influence de l'environnement institutionnel sur l'intensité de la compétition pour les ressources, qui influence le fonctionnement des mécanismes de sélection. Grâce aux subventions de l'Etat, des structures de GE relativement inefficientes ont en effet pu persister pendant un certain temps. Ces structures ont étroitement lié les décisions managériales aux objectifs des politiques sociale et industrielle des pouvoirs publics. Dans ce contexte, l'épuisement des ressources financières traditionnelles[315] oblige à la recherche d'un nouvel équilibre, qui soit au moins efficient au troisième degré.

Le cas Usinor infirme aussi l'hypothèse, selon laquelle la force motrice derrière le changement des structures de GE serait la recherche d'une autonomie financière maximale. Cette dernière n'est en effet qu'un objectif intermédiaire dans la poursuite d'une stratégie de création et de répartition de rentes, inspirée par le schéma mental du dirigeant. En témoigne la politique de financement conduite par la direction d'Usinor au cours de la décennie étudiée. Cette dernière a, en effet, entraîné certaines contractions temporaires de l'espace discrétionnaire. Une hypothétique maximisation inconditionnelle du pouvoir à court terme semble donc mal adaptée pour expliquer la gestion active de l'espace discrétionnaire dans le temps.

Section 2 : Le cas Thyssen : Politique de financement et accumulation de *slack*

Comme pour le cas précédent, la présentation des résultats de l'étude Thyssen (2.2.) sera précédée par le récit chronologique des principaux événements (2.1.).

[315] Signalons que dans le présent exemple le mécanisme d'évolution est déclenché par un choc externe, à savoir l'interdiction des aides par Bruxelles.

2.1. Chronologie des principaux événements du cas Thyssen

Le nom Thyssen était pendant longtemps associé avec la sidérurgie allemande. En 1973, c'est un nouveau dirigeant, Dieter Spethmann, qui prend les rênes du groupe. L'entreprise lui doit un certain nombre de changements profonds, car les années 1970 sont marquées par une importante diversification des activités. Dans ce contexte, le rachat en 1978 de l'américain The Budd Company, qui est entre autres sous-traitant de l'industrie automobile, est un événement majeur. Notons que Spethmann a la réputation d'un homme du pouvoir, qui aime prendre ses décisions seul. De justesse, il échappe à une tentative de destitution, initiée par une partie du conseil de surveillance en 1984. Par la suite, il reste à la tête du groupe jusqu'à l'âge de la retraite. La durée totale de son mandat est de 18 ans. Pendant cette période, Spethmann a poursuivi une politique de financement, qui est marquée par l'accumulation progressive de ressources générées en interne. Cette création de *slack* relève de la volonté expresse du dirigeant. Le tableau et le diagramme suivants montrent en effet l'importance du financement interne cumulé de Thyssen pendant la période d'étude.

Tableau 6: Evolution de la structure de financement à long terme du groupe Thyssen et couverture de l'investissement

Bilan	86/87	87/88	88/89	89/90	90/91	91/92	92/93	93/94	94/95	95/96	96/97
CP* externes	22%	19%	18%	16%	16%	16%	15%	15%	16%	16%	17%
Fin.** interne	58%	66%	71%	72%	71%	71%	62%	62%	62%	61%	68%
Dette	20%	14%	12%	11%	13%	14%	23%	23%	23%	23%	15%
Flux (contribution nette positive au financement de l'investissement***)											
Interne .sur 10 ans: **96%**	113%	152%	87%	73%	62%	28%	96%	141%	88%	134%	
Capital .sur 10 ans : **4%**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	29%	
Dette .sur 10 ans: **11%**	-	-	4%	22%	9%	64%	-	-	7%	-	

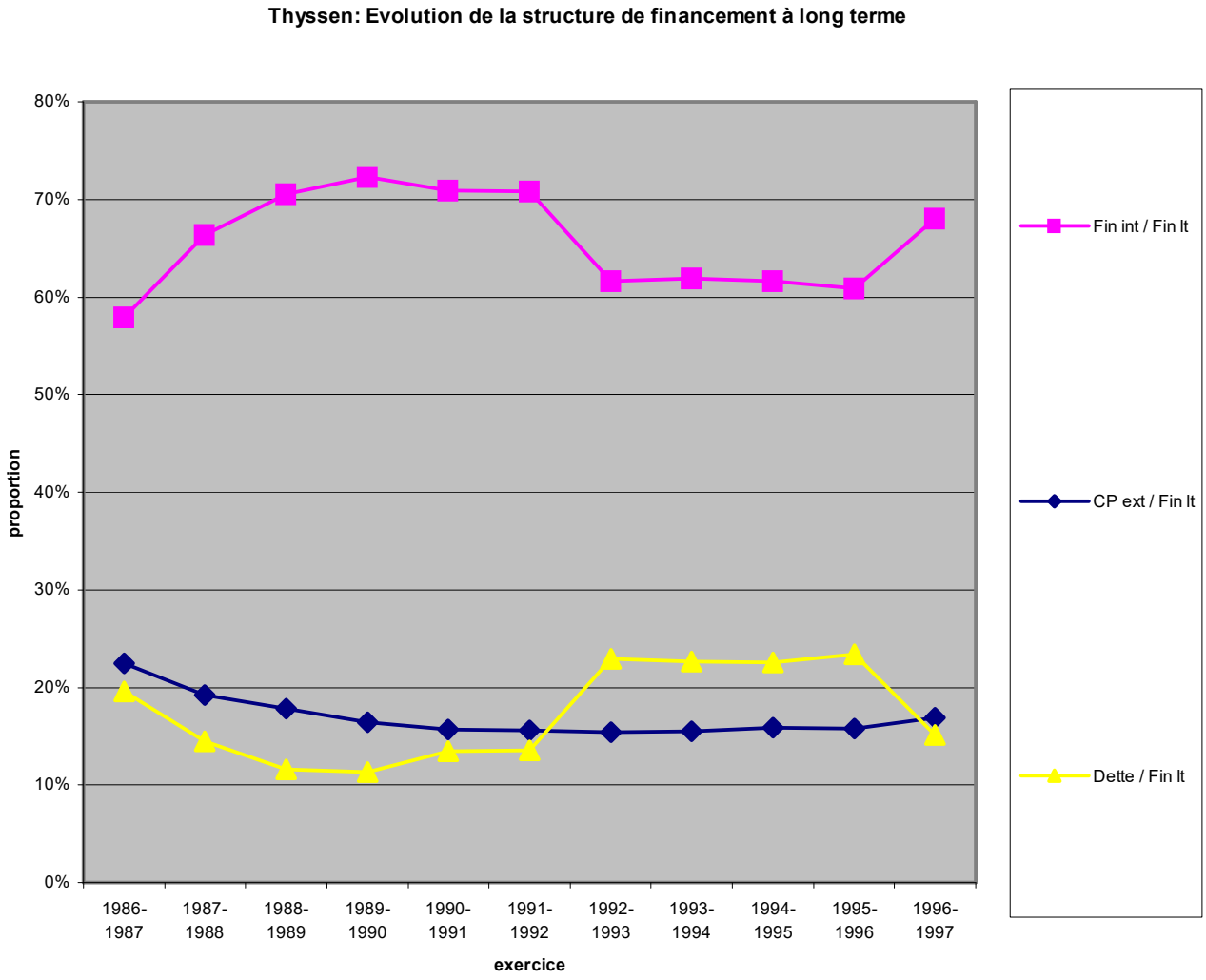
* Capitaux propres externes

** Financement interne cumulé

*** Flux (net) de financement / investissement

Source : nos propres calculs sur la base des états financiers du groupe Thyssen.

Figure 16 : Thyssen – évolution de la structure de financement à long terme



Fort de son « trésor de guerre », Spethmann tente d'acquérir Krupp en 1988. Cette autre entreprise emblématique de la sidérurgie allemande résiste cependant à l'offre. Son capital est en effet très concentré entre les mains de la Fondation Krupp. Le président de cette dernière, Berthold Beitz, se sent investi de la mission d'assurer l'indépendance et la pérennité de l'entreprise que la fondation a hérité du dernier membre de la famille Krupp.

Heinz Kriwet, de longue date membre du directoire de Thyssen, remplace Spethmann en 1991, date à laquelle le dernier atteint l'âge de la retraite. Notons que cette nomination par le conseil de surveillance se fait contre la volonté du dirigeant sortant, qui soutient son propre candidat. Spethmann nourrit par ailleurs l'ambition de prendre la présidence du conseil de surveillance, comme l'avait fait son prédécesseur. Cette position lui est cependant refusée, suite à quoi il quitte le groupe définitivement. Le style de direction de Heinz Kriwet, le

nouveau président du directoire, est radicalement différent. Cet homme a, en effet, la réputation de rechercher le consensus. Sous sa présidence, le mode de fonctionnement du directoire apparaît comme collégial.

Lorsque la crise de l'acier se fait sentir au début des années 1990, les dirigeants du groupe Thyssen entreprennent un important programme de restructurations de la branche acier. Grâce à ses réserves importantes et à l'autofinancement en provenance des branches d'activité non déficitaires, Thyssen traverse la crise sans que la pérennité du groupe soit sérieusement mise en cause.

Au niveau de la structure du capital, l'année 1995 marque une véritable rupture. En effet, les deux frères Zichy-Thyssen, derniers membres de la famille du fondateur à détenir une part significative du capital d'environ 16%, décident de se désengager. Dans un premier temps, c'est la Commerzbank qui reprend les parts. L'établissement bancaire est chargé de placer ces actions rapidement auprès du public par la suite. De ce fait, le capital du groupe Thyssen est désormais très dispersé.

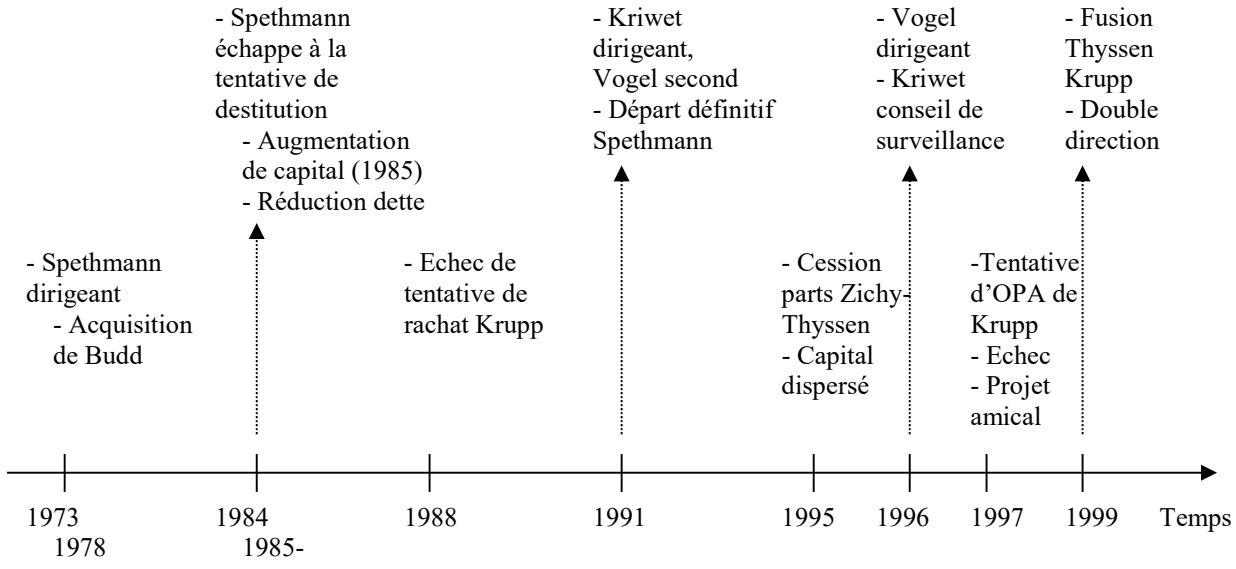
Début 1996, Dieter Vogel succède a Kriwet, qui accède, pour sa part, à la présidence du conseil de surveillance. Vogel est en fait le premier dirigeant du groupe a ne pas être issu du milieu sidérurgique. Il avait été pressenti comme successeur à la tête de la direction dès la nomination de Kriwet en 1991. Ancien dirigeant de la branche négoce, il s'est entre autres fait connaître par sa politique de développement d'une activité de téléphonie mobile. Cette dernière n'est cependant pas couronnée de succès et sera cédée ultérieurement. Le style de direction de Vogel est qualifié de moderne. Dès son arrivée à la tête du groupe, le nouveau dirigeant poursuit un programme de recentrage sur les activités clé.

Au mois de mars 1997, Vogel apprend par une indiscrétion que son concurrent Krupp, dirigé par Gerhard Cromme, prépare une OPA sur les titres de Thyssen. Le financement de l'opération doit être assuré par un syndicat bancaire, auquel participent notamment la Deutsche Bank et la Dresdner Bank. En cas de réussite de l'opération, le nouveau groupe serait ainsi marqué par un endettement important, au remboursement duquel est censé servir une partie du *slack* accumulé par Thyssen. Vogel se déclare immédiatement hostile à cette approche et avertit le public. Accusant les « méthodes américaines » de Krupp, il réussit à déclencher une vague de protestations importante. L'ampleur de l'opposition oblige

finalement Cromme à abandonner le projet. Assez rapidement, les dirigeants des deux groupes se retrouvent néanmoins autour de la table de négociations, et décident la fusion de leurs activités sidérurgiques. Les pourparlers continuent par la suite et, à l'automne de la même année, Thyssen et Krupp annoncent leur intention d'une fusion amicale. Sur le plan financier, cette dernière possède l'avantage d'éviter l'important endettement qu'aurait signifié une OPA de la part de Krupp.

Alors commence la quête pour le pouvoir dans le nouveau groupe, Vogel et Cromme étant tous les deux candidats à la direction. On apprend la solution début janvier 1998. Vogel quitte Thyssen, et la direction de Thyssen Krupp sera assurée conjointement par Gerhard Cromme et Ekkehard Schulz. Ce dernier est le membre du directoire du groupe Thyssen responsable des activités acier, avant de prendre sa nouvelle fonction. Par la suite, la fusion est préparée dans le détail. Officiellement, elle est achevée en 1999. La structure de contrôle de Thyssen s'en trouve profondément modifiée, la Fondation Krupp étant l'actionnaire le plus important du groupe résultant de la fusion.

Figure 17 : Chronologie des événements du cas Thyssen



2.2. Résultats du cas Thyssen

La sous-section 2.2.1. montre comment l'initiative de G. Cromme est susceptible de contribuer au changement graduel des mentalités. En même temps, le cas Thyssen Krupp illustre parfaitement la force du schéma mental partagé, maintenant les changements structurels sur leur trajectoire historique. En 2.2.2., nous voyons que la politique de financement de Thyssen est marquée par la volonté d'accumuler un *slack* important. Une telle politique est cohérente avec la représentation pluraliste de la firme, plus large que celle qui privilégierait le seul intérêt actionnarial. Par ailleurs, les possibilités d'un financement par augmentation de capital semblent limitées pendant une certaine période à cause des structures de GE, qui associent les héritiers de la famille Thyssen à la gouvernance. Leur désengagement en 1995, tout en augmentant les possibilités de financements externes, expose l'entreprise également au risque d'OPA[316]. Cette dernière, en cas de succès, est susceptible d'imposer un endettement important au groupe. Par rapport à une telle solution, la fusion amicale permet la conservation du financement interne cumulé. Le processus de fusion illustre également les stratégies des dirigeants qui, à travers la gestion de leur espace discrétionnaire, influencent la répartition des rentes (2.2.3.). Notons, dans ce contexte, la possible apparition de coûts d'influence.

2.2.1. La force du consensus dans la détermination de la trajectoire historique

Le groupe Thyssen a parcouru un grand nombre des étapes caractéristiques de l'histoire industrielle allemande et paraît ainsi comme un représentant relativement typique du « capitalisme rhénan »[317]. Avant la forte diversification des années 1970, la sidérurgie était quasiment la seule activité, et ainsi les règles de la codétermination acier/charbon de la loi de 1951 impliquent que les structures de contrôle de Thyssen sont imprégnées d'une longue tradition concernant la participation des salariés. L'homme « neutre », censé trancher en cas d'égalité des voix entre salariés et représentants du capital, est l'ancien président de la République Fédérale d'Allemagne, Walter Scheel. Du côté des représentants du capital, les grandes banques sont également représentées au sein du conseil de surveillance qui, pendant

[316] En Allemagne, ce risque augmente avec l'évolution des mentalités précédemment mentionnée. Traditionnellement, un manque d'acceptation sociale fait barrage à ce type d'opérations dans le contexte allemand. Un actionnariat dispersé n'est donc pas une condition suffisante pour l'accroissement du risque d'OPA, d'où l'importance que nous attachons à l'analyse des schémas mentaux.
[317] Rappelons que ce terme est emprunté à Albert (1991).

longtemps, connaît une relative stabilité[318]. Nous voyons donc que le schéma mental pluraliste, intégrant les intérêts de divers partenaires de la firme, se trouve incarné dans la composition de cet organe de contrôle. Se pose alors la question concernant le schéma mental individuel des dirigeants qui évoluent dans ce contexte.

Au début des années 1970, c'est Dieter Spethmann, qui accède à la direction du groupe Thyssen. Il s'agit d'une forte personnalité, habituée à prendre grand nombre de décisions toute seule (*Manager Magazin*, 01/10/1995). Spethmann a le « sens du pouvoir » (*Manager Magazin*, 01/06/1988). Son style de direction attache beaucoup d'importance à la personne du PDG, ce qui lui vaut le surnom de « roi soleil de la Ruhr » (*Handelsblatt*, 25/01/1990). Notons que la légitimité d'un tel égocentrisme, s'opposant au pluralisme consensuel, est contestée par certains. Par conséquent, Spethmann est écarté de la présidence du conseil de surveillance, au moment où statutairement il est obligé de quitter la direction, car il a atteint l'âge de la retraite. Il est par ailleurs intéressant de constater que, déjà en 1984, Spethmann fait l'objet d'une tentative de destitution, initiée par le président du conseil de surveillance et le représentant de la Deutsche Bank (Eglau, 1989, p. 188-190). A ce moment, le dirigeant réussit cependant à s'imposer, ce qui n'est plus le cas au cours des événements qui accompagnent son départ à la retraite.

Heinz Kriwet lui succède en 1991. Cet homme, catholique pratiquant, a été forgé par les traditions et les valeurs de la Ruhr (*Manager Magazin*, 01/04/1991). Il est connu comme un « faiseur de paix » (*Manager Magazin*, 01/10/1991), et durant son mandat, il aspire au consensus (*Manager Magazin*, 01/10/1995). Lorsque Krupp s'engage dans la prise de contrôle hostile de Hoesch au début des années 1990, Kriwet ne pense pas qu'il s'agisse d'un exemple à suivre. Ceci est encore une illustration de la proximité de son schéma mental avec l'idéologie dominante. Lorsqu'il quitte la direction du groupe en 1996, il relaye Günter Vogelsang à la présidence du conseil de surveillance. Le consensus apparaît ainsi comme un garant potentiel de la continuité des personnes.

Le fonctionnement des mécanismes de gouvernance du groupe Thyssen paraît donc être tributaire du statut privilégié du consensus au sein du schéma mental partagé. L'analyse du contexte du cas Thyssen, observé pendant la période des dix dernières années, indique

[318] Ainsi, les rapports annuels de 1986/87 à 1996/97 confèrent la présence constante d'un représentant de chacune des trois banques suivantes : Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank.

cependant une évolution spécifique de la représentation de la firme pour chacune les diverses catégories de partenaires. Ainsi, les investisseurs, détenteurs d'actions, attachent une importance croissante à une gestion conforme au principe de la valeur actionnariale. Dans ce contexte, le *Handelsblatt* du 25 mars 1996 rapporte que des représentants des actionnaires recommandent au directoire de s'orienter plus qu'avant selon la maxime de la « *shareholder value* »[319]. Les grandes banques allemandes, quant à elles, affichent une volonté d'ouverture vers des pratiques financières anglo-saxonnes. Selon un de nos interlocuteurs du milieu bancaire, il faut faire face aux innovations anglo-saxonnes, et ceci dans un souci d'efficacité. En effet, les banques apparaissent comme guidées par le calcul de la rentabilité financière des opérations, auxquelles elles participent. « Ce qui compte, c'est le résultat final » (entretien BB). Plus généralement, dans le paysage allemand, on constate un accroissement de l'intérêt pour le concept de la valeur actionnariale depuis le début des années 1990. Une observation chez Thyssen est tout à fait significative à cet égard : dans le rapport annuel 1990/91, pour la première fois, deux pages sont consacrées à l'évolution du cours de l'action.

Dieter Vogel, qui succède à H. Kriwet en 1996, est le premier dirigeant du groupe à ne pas être issu du milieu sidérurgique de la Ruhr. Il apporte un style nouveau. Selon la presse économique de l'époque, il s'agirait de l'incarnation du dirigeant de groupe des années 1990 (*Manager Magazin* du 01/10/1995). Ainsi, les concepts qui caractérisent sa stratégie sont perçus comme modernes. Il entreprend notamment un effort important de restructurations, qui implique un recentrage autour des activités-clé. Par ailleurs, Vogel pousse l'élaboration d'un système de contrôle de gestion qui permette la mesure de certains indicateurs de création de valeur. Le schéma mental qui caractérise ce dirigeant semble ainsi en phase avec le changement des mentalités, réclamant une attention accrue pour la valeur actionnariale.

Nous avons vu plus haut que les grandes banques, qui sont un des piliers du système de GE allemand, contribuent aujourd'hui à faire évoluer les règles du jeu. Ceci concerne notamment un accroissement de l'intérêt pour les mécanismes du marché des capitaux. Dans l'esprit des responsables bancaires actuels, les pratiques anglo-saxonnes présentent une source de gains potentiels. Selon un membre de la direction de la Deutsche Bank, s'inspirant de l'exemple anglo-saxon, de grandes prises de contrôle doivent être possibles en Allemagne (*Handelsblatt* du 19 mars 1997). En effet, en soutenant la tentative d'OPA de Krupp sur

[319] Notons que ce terme anglais connaît un succès croissant dans le monde des affaires allemand depuis le début des années 1990.

Thyssen, la plus grande banque allemande souhaite créer un précédent pour la place financière allemande (*Handelsblatt* du 19 mars 1997). Clairement, cette maison bancaire, qui occupe une place privilégiée dans le capitalisme allemand, plaide explicitement pour un changement des mentalités en faveur de certaines pratiques du marché des capitaux anglo-saxon. Ainsi, au sein de la Deutsche Bank, on pense que la poursuite des intérêts des actionnaires a des conséquences positives pour l'économie dans son ensemble (*Handelsblatt* du 24/04/1997).

Cependant, non seulement la direction des grandes banques, mais également le management de certaines entreprises industrielles s'intéresse de plus en plus aux mécanismes du marché des capitaux, sous l'impulsion de la progression du critère de la *shareholder value*. Une de ces entreprises, pour lesquelles les opérations de prise de contrôle sur le marché boursier ne sont plus un tabou depuis quelque temps déjà[320], est Krupp. La prise de contrôle hostile que tente cette entreprise sur le capital de Thyssen en mars 1997 est, en effet, motivée par la perception de son dirigeant que, compte tenu de l'échec qu'ont connu diverses initiatives de rapprochement dans le passé, seulement le mécanisme de l'OPA serait capable de permettre la réalisation des synergies, que promet une fusion. Si le projet de Krupp n'avait pas connu une telle résistance, la direction était prête à aller jusqu'au bout de l'opération, convaincue du sens économique de cette démarche (entretien J). La prise de contrôle hostile peut alors être analysée comme un mécanisme de GE, qui impose à la cible la fusion avec l'agresseur. Le dirigeant de ce dernier, en cas de succès, réduit par conséquent la latitude managériale du dirigeant de la cible. Ce mécanisme, censé opérer dans l'intérêt des actionnaires, ne correspond cependant pas au schéma mental traditionnel, car il repose sur l'idée, selon laquelle un mécanisme de marché conduit à un degré d'efficience supérieur aux résultats de la démarche consensuelle traditionnelle. On retiendra donc que l'initiateur de la tentative d'OPA, G. Cromme, fonde son action sur la perception que ce mécanisme de GE est le seul à permettre l'exploitation du potentiel de création de rentes provenant d'un rapprochement de Krupp et de Thyssen. Compte tenu de la prime prévue en cas d'exécution du projet, les actionnaires sont censés capter une part importante de la rente anticipée. Cette perception de l'efficience relative du recours à un mécanisme de GE particulier, mais inhabituel dans le contexte allemand, est cohérente avec la **proposition 1**. Cette dernière suppose, en effet, que la force motrice qui sous-tend les actions des dirigeants est leur schéma mental, contenant une représentation des conditions de création de valeur. Ici, le dirigeant de

[320] En effet, Krupp a déjà réussi une prise de contrôle hostile, portant sur Hoesch, au début des années 1991.

Krupp perçoit l'opportunité d'une création de rentes grâce à la mise en œuvre d'un mécanisme du marché des capitaux. Ce mécanisme accorde un statut privilégié aux actionnaires dans le cadre de la répartition des rentes (anticipées). Dans l'esprit de la direction de Krupp, seule cette manière de procéder semble *a priori* capable d'exploiter le potentiel de synergies entre les deux entreprises. Notons cependant que, par rapport à l'évolution de Thyssen, l'entrepreneur organisationnel dans ce cas n'est pas le dirigeant en place, mais un dirigeant externe qui pense améliorer ses propres possibilités d'influencer les conditions de création et de répartition de rentes. En effet, en réduisant l'espace discrétionnaire de D. Vogel, le dirigeant de Krupp espère élargir sa propre latitude managériale.

Mais, les salariés et la classe politique perçoivent cette tentative d'OPA comme une rupture avec la tradition du capitalisme allemand, à laquelle ils se déclarent attachés. Dans ce contexte, le DGB, puissante centrale syndicale allemande, se fait l'avocat du consensus (entretien S). La représentation « traditionnelle » des relations au sein de l'entreprise allemande qui est évoquée ici, loin d'avoir disparue, continue donc de jouer un rôle important. Ceci est utile au dirigeant attaqué. Malgré la prétendue modernité de son style de direction, au moment où il subit la tentative d'OPA hostile de la part de Krupp, Vogel s'y oppose immédiatement, parlant même d'un capitalisme de « far west ». Il lui oppose les vertus du modèle consensuel (*Die Zeit*, 18/04/1997). Que la philosophie de Vogel converge avec le schéma traditionnel du capitalisme allemand ou non, un constat s'impose : le dirigeant de Thyssen, au moment de la tentative de prise de contrôle, réussit à se défendre en invoquant les vertus du modèle consensuel[321]. La référence à ce modèle permet, en effet, de mobiliser les salariés et une partie de la classe politique contre le projet d'OPA. Dans ce contexte, rappelons que Thyssen est une entreprise, qui est profondément enracinée dans la tradition du capitalisme allemand (entretien R). Le *Manager Magazin* du premier avril 1991 y voit même un groupe « pétri de traditions ». Ainsi, l'enracinement profond de Thyssen dans l'histoire industrielle allemande semble être une des causes de l'exigence des salariés et de la classe politique que les décisions stratégiques de cette firme soient prises de manière consensuelle (entretien R). Par conséquent, l'abandon de l'OPA en faveur d'une fusion amicale – des activités sidérurgiques d'abord, de la totalité des deux groupes ensuite - illustre l'influence que le schéma de pensée traditionnel continue d'exercer. Ceci est cohérent avec la

[321] On pourrait y voir une manifestation concrète du schéma explicatif de Boudon (1995). C'est-à-dire que Vogel adhère à une certaine croyance – il s'agit de l'efficacité du modèle consensuel – parce qu'il a de « bonnes raisons » de le faire.

proposition 6, qui postule la force modératrice qu'exerce le schéma mental partagé sur l'ampleur du changement des structures de GE. Le schéma mental entrepreneurial se heurte ici à l'opposition des salariés, qui bénéficient d'un statut privilégié dans le système de GE allemand. Cette catégorie de *stakeholders* voit en effet ses intérêts menacés par le développement des mécanismes du marché financier.

Suite à la puissance du mouvement de protestation, les parties impliquées dans le montage de l'opération arrivent à la conclusion que l'approche hostile n'est pas la meilleure solution. Elle aura cependant permis le début de négociations sérieuses entre Krupp et Thyssen en vue d'une fusion amicale. En ce sens, elle aura laissé des traces. Les différents acteurs préfèrent cependant une solution négociée, plus en accord avec l'approche consensuelle, pensant que la fusion amicale permettra de mieux réaliser le potentiel de synergies anticipées dans le cas d'un rapprochement. Cet exemple constitue donc une illustration de la dépendance de sentier des changements structurels. Ainsi, les changements qui interviennent au niveau des structures de GE ne constituent pas une rupture brutale, mais se font en cohérence avec l'évolution historique. Dans le cas Thyssen Krupp, on constate, par conséquent, un rappel de la trajectoire du changement structurel vers un consensus négocié.

Au cours des événements, certains acteurs révisent partiellement leurs représentations initiales des opportunités de création et d'appropriation de rentes. Dans ce contexte, la conviction de la part des principales parties prenantes du bien fondé du projet finalement retenu n'était pas donnée dès le début, mais est le résultat d'un processus. Ce dernier a été déclenché par la tentative d'OPA. Le changement de la représentation des opportunités de création de valeur de la part de certains *stakeholders* peut être illustré à travers l'exemple des banques. En effet, les partenaires financiers de Krupp, ayant initialement soutenu l'OPA, arrivent finalement à la conclusion qu'il sera difficile de réaliser les synergies contre la résistance de la majeure partie des salariés et du management (entretien BB). Ainsi, dans ce cas concret, les banques révisent leur calcul initial, s'alignant sur le consensus.

Bien qu'il ait aussi partiellement dû ajuster sa stratégie initiale, G. Cromme, le PDG de Krupp, réussit à obtenir le rapprochement des deux entreprises et de s'imposer comme un des deux dirigeants à la tête du nouveau groupe. Cet homme est décrit, par la presse, comme quelqu'un d'entreprenant, prêt à rompre avec les schémas traditionnels. Grâce à la tentative d'OPA hostile, il arrive à surmonter les résistances contre une fusion entre les deux sociétés

industrielles, qui trouvent leurs racines dans la sidérurgie allemande. Cromme, en envisageant l'OPA hostile, s'oppose au schéma de pensée traditionnel. Mais, comme nous le fait remarquer un observateur direct : « Il faut faire des choses inhabituelles afin de bouger quelque chose » (entretien J). Cette remarque souligne en effet le caractère « entrepreneurial » de la stratégie de G. Cromme. Cette stratégie, bien qu'elle ait dû être ajustée, conduit à un changement important des structures de contrôle par rapport au *statu quo*, et cela pour les deux firmes concernées. Pour Thyssen le changement des structures de gouvernance conduit à une concentration de l'actionnariat, pour Krupp à une dilution.

Tableau 7[322]: Evolution de la structure de contrôle suite à la fusion Thyssen Krupp

Temps	**avant rapprochement***		**après fusion****
SOCIETE	KRUPP	THYSSEN	THYSSEN-KRUPP
Fondation Krupp	54 %	-	16,82 %
Iran	25 %	-	7,64 %
West LB	7,2 %	-	1,69 %
Commerzbank***	-	15 %	7 %
Fondation Thyssen	-	9 %	4,96 %
Actionnariat diffus	13,8 %	76 %	61,89 %

* Source : Wolff R. (1996), *Deutsche Aktiengesellschaften 96/97*, Munich, C.H. Beck. Notons que ces données enregistrent les proportions au 30 septembre 1996. Elles reflètent donc les relations avant la tentative de prise de contrôle hostile du printemps 1997. A notre connaissance, aucun changement significatif n'est intervenu entre septembre 1996 et mars 1997.

** Ces chiffres ont été présentés par les directeurs financiers de Krupp (Dr. Gerhard Jooss) et de Thyssen (Dr. Heinz-Gerd Stein) lors d'une conférence de presse le 20 octobre 1998.

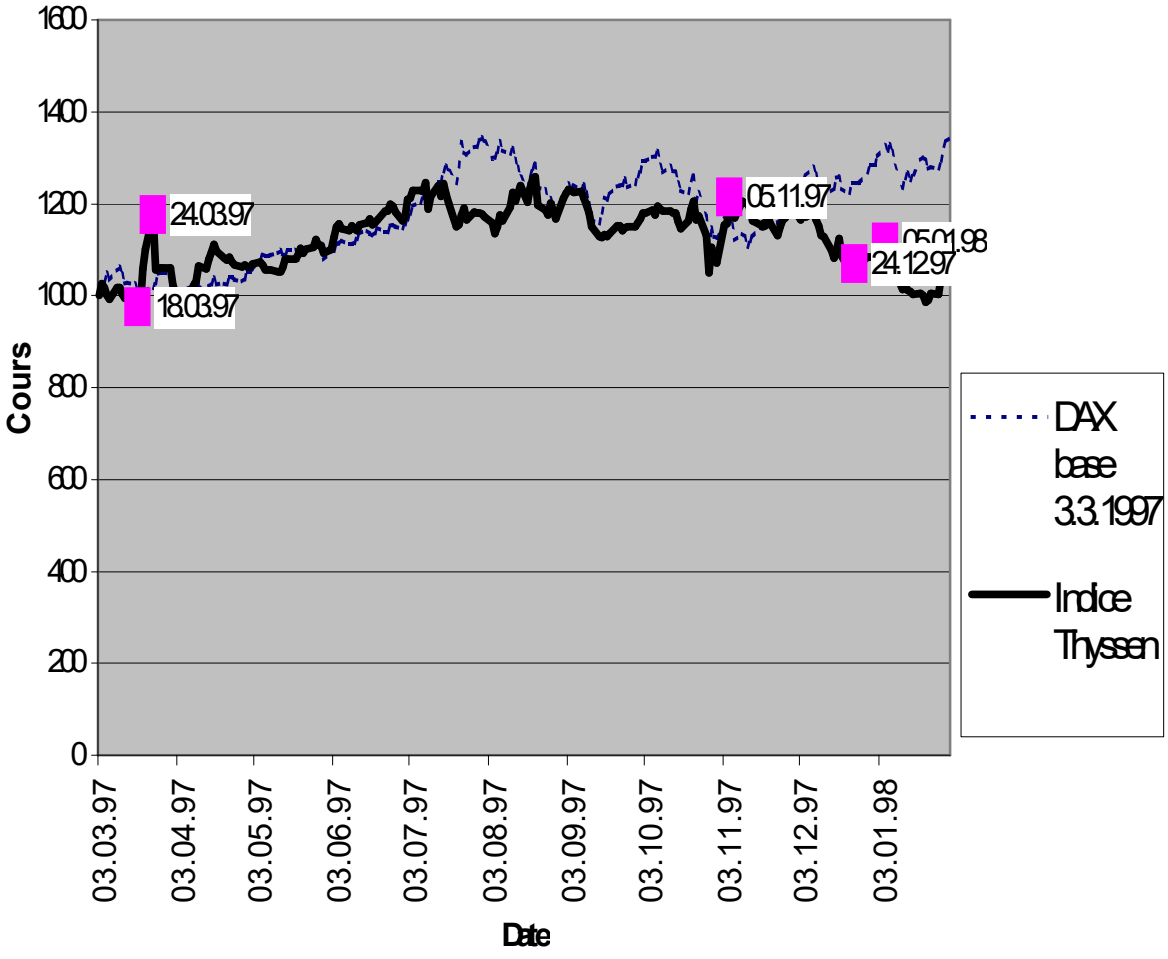
***L'estimation du pourcentage après fusion présentée lors de la conférence de presse en 1998 prend en compte une somme des participations de Commerzbank et Allianz.

A l'intérieur du système de GE allemand, la tentative d'OPA hostile constitue une innovation, étant plus volontiers associée à la valeur actionnariale qu'à l'approche partenariale traditionnelle. Ainsi, Jenkinson et Ljungqvist (1997) expliquent que, si elle avait pu être mise en œuvre, l'OPA tentée par Krupp aurait été unique en Allemagne, car elle était ouverte à l'ensemble des actionnaires et prévoyait une prime pour ces derniers de 25,5%. Il s'agit donc d'un mécanisme de GE, permettant d'influencer la répartition des rentes

[322] Nous avons présenté ce tableau ailleurs. Il correspond à l'annexe 2 de Wirtz (1999, p. 143).

(anticipées) en faveur des actionnaires. L'évolution du cours de l'action Thyssen par rapport à l'indice DAX semble alors confirmer l'anticipation par le marché financier d'une augmentation de la valeur actionnariale suite à la publication des intentions de Krupp. En effet, Thyssen rend publique l'attaque le soir du 17 mars 1997. Au cours de la semaine qui suit, le cours boursier connaît une véritable flambée, pour chuter brutalement lorsque la tentative d'OPA est définitivement abandonnée. Par rapport à la figure suivante, il est également intéressant de noter que l'annonce de la fusion intégrale du 4 novembre 1997 est, elle aussi, suivie d'une remontée du cours boursier. L'approche « plus partenariale » n'implique donc pas obligatoirement une destruction de la valeur des actionnaires.

Figure 18: Evolution du cours de l'action Thyssen (source: Datastream)



Au delà de l'impact purement local, les événements déclenchés par la tentative d'OPA sont susceptibles d'avoir des implications plus générales. Le fait que Thyssen soit un véritable « symbole de l'industrie allemande» (entretien B) explique en partie la facilité, avec laquelle la philosophie traditionnelle a pu être mobilisée par Vogel pour sa défense. Cependant, on peut penser que la tentative de Krupp a créé un précédent et « [qu']aujourd'hui, une OPA ne déclencherait plus les mêmes réactions » (entretien J). Ainsi, cet épisode aura contribué à l'évolution (bien que graduelle[323]) des mentalités. Certains estiment, en effet, que les responsables de la fusion de Thyssen et Krupp ont écrit une partie de l'histoire industrielle allemande (entretien B).

2.2.2. *Slack*, possibilités de financement externe, et implications financières du rapprochement avec Krupp

L'analyse de l'histoire financière de Thyssen révèle l'importance de l'accumulation de ressources internes, qui s'accompagne d'une relative stabilité des structures de GE (2.2.2.1.). Ces dernières exercent par ailleurs une influence directe sur les choix potentiels de la politique de financement, et notamment par rapport au financement par capitaux propres externes (2.2.2.2.). Par conséquent, le changement des structures de GE, sous la forme du désengagement des héritiers de la famille Thyssen, permet d'illustrer le lien avec le périmètre de la politique de financement (2.2.2.3.). Mais, au delà des implications directes de la dilution de la structure de contrôle pour le financement externe, il existe également des conséquences plus indirectes, sous la forme d'un risque d'OPA accru. L'analyse des implications financières de la tentative de prise de contrôle hostile de Krupp et du rapprochement amical fait alors l'objet de la sous-section 2.2.2.4..

2.2.2.1. Accumulation de financements internes et stabilité des structures de GE

Chez Thyssen, on conduit depuis longtemps une politique qui souligne l'importance du financement interne[324]. Entre le début des années 1970 et la fin des années 1980, le *cash-*

[323] Il est, aujourd'hui, difficile de connaître précisément la vitesse, avec laquelle vont évoluer les mentalités vis à vis des OPA hostiles. Compte tenu de l'ampleur de la réaction face à la tentative de Krupp, il est cependant vraisemblable que cette évolution sera caractérisée par une certaine lenteur.
[324] Uebbing H. (1991), *Wege und Wegmarken – 100 Jahre Thyssen*, Berlin, Siedler, p. 296-297.

flow a été multiplié par trois (*Handelsblatt*, 27/08/1990). L'accent mis sur l'autofinancement relève en grande partie de la volonté des dirigeants. Ainsi, D. Spethmann, depuis son arrivée à la tête du groupe au début de la décennie 70, « opte » systématiquement pour un renforcement de la situation financière, conduisant à un important enrichissement de la substance (*Handelsblatt*, 27/08/1990). Cette politique conduit à l'accumulation d'un *slack* significatif, réduisant un éventuel besoin de recours au financement externe. En effet, pendant plus de dix ans, c'est-à-dire entre 1985 et 1997, il n'y a pas eu d'augmentation du capital. On procède également à d'importantes réductions de l'endettement (sur la période 1985-1987, par exemple, cf. *Handelsblatt* du 04/02/1988). Globalement, on peut dire que, sous Spethmann, les fonds propres ont été renforcés et la dette a diminué (*Handelsblatt*, 22/03/1991). Notons également que des subventions publiques sont très loin de revêtir la même importance que dans le cas de la sidérurgie française. « L'acier n'a quasiment pas été subventionné en Allemagne. » (entretien C).

Le fait que le poids accordé au financement interne relève d'une politique volontariste de la part de la direction est, entre autres, illustré dans la presse, indiquant qu'à un certain moment, les réserves augmentent plus rapidement que le dividende. Ainsi, Spethmann déclare être convaincu du bien-fondé de la décision de multiplier les dotations aux réserves par quatre et d'augmenter le dividende de seulement 50% (*Handelsblatt*, 02/02/1989). Pour citer un autre exemple, en 1992, on décide de réduire le dividende, afin de permettre un niveau de financement interne suffisant (*Handelsblatt*, 27/11/1992). Au moment de la crise de l'acier du début des années 1990, force est de constater qu'il n'y a pas d'autres sidérurgistes avec une substance aussi solide que celle de Thyssen. Cette bonne situation financière résiste par ailleurs remarquablement bien à la crise (*Handelsblatt*, 01/02/1995). Ainsi, la crise de l'acier n'était pas encore une crise financière (entretien B).

Nous avons vu que le recours privilégié à l'autofinancement relève de la volonté expresse des dirigeants, qui peuvent entre autres jouer sur un arbitrage entre accumulation de ressources internes et distribution aux actionnaires. Le schéma mental allemand traditionnel, qui n'assimile pas l'intérêt de la firme aux seuls intérêts des actionnaires, facilite une telle démarche. Ainsi, nous avons par exemple vu plus haut que la comptabilité allemande, conçue dans l'esprit de la protection des créanciers[325], permet la constitution d'importantes réserves cachées. La politique de diversification, conduite depuis le début des années 1970, est un

[325] Signalons, toutefois, que la comptabilité française relève également de l'esprit de protection des créanciers.

autre moyen de garantir un flux de ressources, même pendant les années où l'acier, activité hautement cyclique, connaît des difficultés. Notons dores et déjà qu'à cet égard Thyssen se différencie nettement d'Usinor en France, qui a opté pour une stratégie du tout acier.

Conformément à la **proposition 2 a**, la constitution d'un *slack* financier important implique pour la direction un renforcement de sa marge de manœuvre. Ainsi, en 1988, Spethmann tente de reprendre Krupp, disposant pour une telle opération d'un « trésor de guerre » de plusieurs milliards de DM (*Deutsche Mark*). Cette tentative échoue à cause de la résistance de Beitz, président de la fondation Krupp, qui peut se retrancher derrière les statuts et la structure de contrôle de Krupp. Ce fait signale également que, bien qu'elle soit un levier d'action puissant, la disponibilité de ressources financières n'est pas toujours une condition suffisante pour la mise en œuvre de la stratégie du dirigeant. Une autre opportunité de croissance externe se présente en 1989. Cette fois, Thyssen procède à la réalisation du projet en reprenant le groupe Otto Wolff. Ainsi, l'existence d'un *slack* considérable élargit la latitude du dirigeant pour conduire une stratégie d'expansion. Cette observation semble cohérente avec la **proposition 2 a,** mais montre également que l'autofinancement n'est qu'un levier potentiel de la latitude managériale parmi d'autres.

Notons par ailleurs que la continuité de la politique de financement[326], privilégiant l'autofinancement, coïncide avec une relative stabilité des structures de GE, ce qui semble cohérent avec la **proposition 5**. Pendant les dix années qui précèdent 1995, la structure de l'actionnariat évolue peu. En effet, la majeure partie du capital est diffuse. Les investisseurs individuels les plus significatifs sont au nombre de quatre. En 1990, on y retrouve entre autres la fondation Thyssen, pouvant être qualifiée d'actionnaire passif, qui détient 9% (*Handelsblatt*, 17/12/1990)[327]. La *Thyssen Beteiligungsverwaltung* regroupe environ 30% du capital, auxquels les héritiers (les frères Zichy-Thyssen) contribuent pour les 2/3, alors que Allianz et Commerzbank se partagent le tiers restant à parts égales (*Handelsblatt*, 23/05/1990). Ainsi, les seuls actionnaires ayant un poids suffisant et une incitation à peser directement sur la gouvernance sont ceux qui sont regroupés au sein de la *Thyssen Beteiligungsverwaltung*. Cette dernière est contrôlée majoritairement par les héritiers.

[326] Au sujet de la continuité de la politique de financement, il est intéressant de constater que le membre du directoire responsable des finances, Heinz-Gerd Stein, reste en place pendant l'intégralité de la période d'étude. Ainsi, Spethmann, Kriwet et Vogel ont affaire au même directeur financier.

[327] Selon une source interne, il s'agirait plutôt de 7,5% (cf. annotations par rapport au protocole d'analyse). La différence apparaît cependant comme peu significative, compte tenu du fait que l'attitude de la fondation à l'égard de la direction du groupe est qualifiée de passive.

Au sujet des structures de gouvernance, notons également que la composition du conseil de surveillance apparaît comme relativement stable depuis au moins le milieu des années 1980. Font partie de cet organe de contrôle les représentants de la Deutsche Bank, de la Dresdner Bank, de la Commerzbank, d'Allianz et de Siemens, de manière stable. La famille Zichy-Thyssen est présente au conseil de surveillance jusqu'en 1995. Ainsi, avant la fusion avec Krupp, le départ des héritiers constitue le seul changement significatif de la composition du conseil de surveillance.

Tableau 8: Evolution du conseil de surveillance de Thyssen

Catégorie	Détail	Détail	86/87-89/90	90/91-94/95	95/96-96/97
Représentants du capital [Total : 10]	Président du conseil	Vogelsang	1	1	-
		Kriwet	-	-	1
	Héritiers	Zichy-Thyssen	1	2* ↑	- ↓
	Banques	Deutsche Bank	1	1	1
		Dresdner Bank	1	1	1
		Commerzbank	1	1	1
	Assurance	Allianz	1	1	1
	Divers	Siemens	1	1	1
		Autres	3	2* ↓	4 ↑
Homme neutre [Total : 1]	Ancien Président allemand	Scheel	1	1	1
Représentants des salariés [Total : 10]	Salariés Thyssen		4	4	4
	Syndicats, politiques,...		6	6	6

Source : d'après les rapports annuels du groupe Thyssen.

* Le *Manager Magazin* de juin 1988 rapporte que l'avocat Kurt Wessing, membre du conseil de surveillance de Thyssen jusqu'en mars 1991, représente les intérêts des héritiers. Par conséquent, le changement qui intervient en mars 1991 est moins important (par rapport aux intérêts financiers représentés) que la seule lecture des noms pourrait le laisser penser.

2.2.2.2. Structures de GE et limites du financement externe

Pendant longtemps, la famille des héritiers du fondateur est capable d'exercer une influence relativement importante, grâce au capital qu'elle détient. Selon le Manager Magazin de juin 1988, les deux frères Zichy-Thyssen, avec 18% des actions, contrôlent 29% des droits de vote. Ils se désintéressent cependant de la gestion courante de l'entreprise, tenant surtout à ce qu'il y ait un homme de leur confiance aux commandes (entretien B). De cette manière, ils peuvent espérer une protection de leur patrimoine. Le bloc de contrôle dont disposent les frères réduit par ailleurs le risque d'OPA, ce qui affaiblit la contrainte potentielle que le marché du contrôle pourrait imposer au dirigeant. Mais, bien qu'ils n'interviennent pas systématiquement dans la gestion de la firme, les héritiers ne laissent pas les mains complètement libres aux dirigeants non plus. Ceci concerne particulièrement la politique de financement. En effet, à plusieurs reprises, les frères empêchent des augmentations de capital souhaitées par la direction (entretien B). Les structures de GE leur confèrent le poids nécessaire pour intervenir de cette façon. Ainsi, à travers leur holding financière (*Beteiligungsverwaltung*), où ils sont majoritaires, les deux frères Zichy-Thyssen exercent une influence sur une proportion du capital, qui dépasse la minorité de blocage de 25%. Dans ce contexte, les frères héritiers exercent une influence réelle sur la politique de financement du groupe. En effet, entre 1986 et 1995, ils s'opposent à des projets d'augmentation du capital. Compte tenu de leur poids au sein de la structure du capital ainsi que de leur représentation au conseil de surveillance, ils résistent avec succès à toute tentative d'augmentation du capital, qui risquerait de diluer davantage leur contrôle, car ils n'ont pas l'intention de souscrire à des actions nouvelles (entretien B). Ici, nous constatons que les structures de contrôle exercent une contrainte réelle sur la latitude du dirigeant en matière de choix de financement. Dans ce cas concret, cela implique que, pendant une certaine période[328], le recours aux capitaux propres externes ne fait pas partie de l'ensemble des choix de financement possibles. Dans cet exemple, ce sont donc clairement les structures de gouvernance en place, qui limitent l'ensemble des choix en matière de politique de financement. Ceci renforce alors notre confiance en la plausibilité de la **proposition 4**. Grâce à leur bloc de contrôle, et parce qu'ils ne souhaitent pas diluer leur potentiel d'influence, les frères Zichy-Thyssen rendent impossible le recours du dirigeant aux fonds propres externes. Cependant, les intérêts de la famille ne sont pas les seuls à être pris en compte. En effet, le conseil de surveillance ne suit

[328] Il convient de souligner cette contingence temporelle. En effet, la modification des contraintes, qui intervient en 1995, est un indice de la nature dynamique de l'espace discrétionnaire, qui définit le champ de la politique de financement.

pas toujours la volonté des frères. Ainsi, pour 1992/93 et 1993/94, contre les voix des derniers, il décide de ne pas distribuer de dividende (*Manager Magazin*, 01/09/1995). En pleine crise de l'acier, cette mesure permet d'améliorer l'autofinancement au détriment des intérêts immédiats d'une partie des actionnaires. Par conséquent, la politique de financement du dirigeant n'est que partiellement contrainte par les structures de GE. La contrainte concerne surtout le financement par capitaux propres externes.

2.2.2.3. Désengagement des héritiers, augmentation de capital et risque d'OPA

En 1995, les Zichy-Thyssen se désengagent du capital du groupe Thyssen. En termes de structures de gouvernance, cet événement constitue un véritable point de rupture. Jusque là caractérisée par une relative stabilité, la structure de l'actionnariat subit une transformation majeure. Les frères Zichy-Thyssen cèdent leur participation (*ManagerMagazin*, 01/09/1995) à la Commerzbank, qui rétrocède les actions dans un délai relativement court auprès d'un public plus large (entretien B). Suite à cette opération, la structure du capital de Thyssen est très diluée. Cela supprime ensuite la limite imposée à la politique de financement que nous avons discutée précédemment, conformément à la **proposition 4 a**. Ainsi, au cours de l'année 1997, la direction de Thyssen procède à une augmentation de capital, permettant l'injection de 1,2 milliard de DM de ressources externes (Rapport annuel 1997/98, p. 93).

Au delà de l'élargissement direct des possibilités de financement externe, le désengagement des Zichy-Thyssen a des implications en termes de substitution des mécanismes de gouvernance. En effet, jusque là, leur bloc de contrôle avait assuré une certaine stabilité. Suite à la cession de la participation des frères, le capital est très diffus, ce qui conduit à accroître les chances de réussite d'une éventuelle OPA (entretiens B et S). Le contrôle direct par un groupe d'actionnaires important (la famille des héritiers) est ainsi en quelque sorte remplacé par le contrôle spontané émanant du marché des capitaux. C'est précisément dans ce contexte, que Thyssen subit la tentative d'OPA hostile de la part de Krupp. Si cette opération avait réussi, le repreneur se serait servi d'une partie du *slack* accumulé par Thyssen pour financer les obligations envers les banques soutenant l'effort (entretien J). Ceci aurait constitué une réduction significative de la latitude du management en place chez Thyssen en matière de gestion des ressources financières. La réduction du *slack* à cause d'une OPA hostile, mécanisme de gouvernance spontané entraînant une modification des structures de GE, est alors également conforme à la **proposition 4 a**.

2.2.2.4. Les modalités du rapprochement Thyssen-Krupp et leurs implications financières

Pour l'analyse des implications du processus de rapprochement entre Thyssen et Krupp en matière de politique de financement, l'étude de différentes perpectives s'avère utile. Dans ce contexte, nous exposons les résultats pour Thyssen (A) et Krupp (B) séparément. Enfin, les perspectives futures de la politique de financement du groupe Thyssen Krupp seront brièvement discutées (C).

A. La perspective de Thyssen

Nous venons de voir que, tout en élargissant la latitude de la direction en matière de choix de financements externes, le départ des héritiers, de par la dilution importante du capital, rend Thyssen plus vulnérable au risque d'une OPA (entretiens B et S). Ce risque latent correspond à l'éventualité d'une prise de contrôle, qui peut être qualifiée de mécanisme de contrôle spontané. Par conséquent, au contrôle direct exercé par les héritiers se substitue le contrôle indirect des mécanismes de marché. Cette contrainte indirecte se concrétise ensuite en mars 1997, date à laquelle Thyssen subit la tentative de prise de contrôle hostile lancée par la direction de Krupp. Le mécanisme de l'OPA, s'il avait effectivement joué, aurait radicalement diminué le contrôle qu'exerce la direction de Thyssen sur ses propres ressources financières. En effet, suite à l'absorption, le nouveau groupe aurait été marqué par un endettement important. Afin de faire face aux charges d'intérêts et au remboursement de la dette, la direction de Krupp aurait procédé à la cession de certains actifs de Thyssen, réduisant de cette façon le *slack* que le groupe avait accumulé antérieurement (entretien J). Par rapport à la **proposition 4 a**, les implications de la dilution de la structure de contrôle de Thyssen ne sont donc pas univoques. Bien que l'espace des financements externes potentiellement disponibles soit élargi, l'entreprise est désormais exposée à une menace latente d'une diminution de son *slack* cumulé. Cependant, cette menace est seulement indirecte et n'est pas obligatoirement la cause d'une diminution de l'autofinancement accumulé, comme l'illustre l'échec de l'approche hostile tentée par Krupp.

Du fait de cet échec, D. Vogel, le dirigeant en place, gagne du temps. Le projet de fusion amicale qui suit lui confère une opportunité de négocier le maintien d'un certain espace

discrétionnaire. D'un point de vue purement financier, la fusion amicale implique le maintien d'un *slack* important (entretien J). On évite l'endettement lourd qu'aurait entraîné l'OPA ainsi que la réduction de l'autofinancement cumulé. De ce fait, on sauvegarde une marge de manœuvre importante, le *slack* ne devant être entamé qu'en cas de besoin (entretien J). Par conséquent, il apparaît que la transition des structures de GE, qui s'opère *sur le mode d'un consensus négocié*, favorise l'accumulation des ressources internes. A ce niveau, nous observons donc clairement qu'au delà des structures de contrôle en place à un moment donné, le *processus* qui conduit à leur changement a des implications directes pour la politique de financement.

Plus globalement, les « événements exceptionnels » provoqués par la volonté de la direction de Krupp ont comme résultat un renforcement de la relation entre le PDG, D. Vogel, et son conseil de surveillance (entretien B). En effet, dans ces circonstances, la latitude du dirigeant d'agir seul est considérablement réduite. Il y a coordination étroite entre le PDG et son conseil de surveillance (entretien B). Ainsi, même si Vogel a pu résister à l'éventuelle contrainte émanant d'une OPA, sa marge de manœuvre est néanmoins réduite du fait d'une ingérence directe du conseil de surveillance de Thyssen. D'ailleurs, des contacts directs se nouent également entre H. Kriwet et le conseil de surveillance de Krupp (cf. annotations par rapport au protocole d'analyse, source interne). Au bout de la lutte pour le pouvoir entre D. Vogel et G. Cromme, qui dure plusieurs mois, on se sépare finalement de l'ancien dirigeant de Thyssen.

Signalons néanmoins que, bien qu'en définitive le départ des frères Zichy-Thyssen ait facilité l'attaque de Krupp réduisant finalement à néant la marge de manœuvre de Vogel, cette contrainte n'était pas évidente au départ. Il est, en effet, difficile d'apprécier l'impact du désengagement de la famille sur la latitude globale du dirigeant, car les limites potentielles imposées par le marché du contrôle s'accompagnent en même temps de l'ouverture d'une possibilité d'augmentation de capital (**proposition 4 a**). Une opération de ce type est effectivement menée en 1997. Le changement des structures de gouvernance (départ des frères) a donc à la fois induit le risque d'une diminution imposée du *slack* et l'extension de l'ensemble des choix de financement vers un financement par capitaux propres externes. Au moment de la cession des parts par les Zichy-Thyssen, l'influence du désengagement sur la liberté des choix financiers du dirigeant est donc complexe. Le résultat final est la conséquence d'un processus de négociation entre différentes catégories d'acteurs (les deux

directions, les deux conseils de surveillance, les salariés, la centrale syndicale, les banques), ayant duré plusieurs mois. Ainsi, bien qu'il soit finalement parti, Vogel, grâce à sa stratégie de défense, a réussi à gagner du temps (de la date de la tentative d'OPA en mars 1997 à janvier 1998), étant capable de continuer à exercer une certaine influence sur la politique de financement. L'augmentation de capital de 1997 se situe, en effet, dans cette période. Par ailleurs, n'oublions pas non plus que c'est la résistance initiale, soutenue par les salariés grâce au schéma mental partagé, qui a conduit à l'échec du projet d'OPA. De ce fait, le *slack* accumulé par Thyssen au fil des années a pu être conservé.

Le processus de négociation qui a conduit à la fusion de Thyssen et de Krupp en 1999 résulte dans une situation particulière en termes de gouvernance. En effet, dans le souci d'afficher la volonté d'une fusion d'égaux (*merger of equals*)[329], le nouveau groupe sera dirigé, non pas par une seule personne, mais par deux dirigeants ayant en principe les mêmes pouvoirs. Dans une telle situation, il ne semble pas irréaliste de supposer que le rôle du président du conseil de surveillance, Heinz Kriwet, sera celui d'un arbitre permettant le maintien d'un certain équilibre (entretien B). Ainsi, la double direction est susceptible de renforcer le poids relatif de l'organe de contrôle, impliqué dans une gouvernance active. Par rapport à l'OPA hostile, le dirigeant du groupe issu de la fusion échappe donc à la contrainte d'un endettement important, tout en étant obligé de « partager » son espace discrétionnaire.

Tableau 9[330]: Direction et conseil de surveillance avant et après la fusion Thyssen Krupp

Temps	**avant rapprochement**		**après fusion**
SOCIETE	KRUPP	THYSSEN	THYSSEN-KRUPP
Président directoire	Gerhard Cromme	Dieter Vogel	Gerhard Cromme + Ekkehard Schulz (conjointement)
Président conseil de surveillance	Manfred Lennings*	Heinz Kriwet	Heinz Kriwet

* Notons que Berthold Beitz, qui représente la Fondation Krupp, actionnaire principal, est considéré comme l'éminence grise agissant en coulisses. Il est président d'honneur du conseil de surveillance de Krupp. Selon le *ManagerMagazin* (août 1998), Beitz serait par ailleurs un « ami de chasse » de Heinz Kriwet.

[329] Ce modèle de fusion est en adéquation avec la recherche d'un large consensus entre différentes parties prenantes.
[330] Ce tableau a été présenté comme annexe 1 *in* Wirtz (1999, p. 143).

Au delà de son impact direct sur la structure de direction, la fusion entraîne également une modification de la structure du capital. Le nouveau groupe Thyssen Krupp sera, en effet, caractérisé par un bloc de contrôle relativement important détenu par la fondation Krupp. Ainsi, Thyssen, dont l'actionnariat était diffus depuis le départ des frères Zichy-Thyssen, retrouve un actionnaire influent. Notons à ce sujet que Berthold Beitz, le responsable à la tête de la fondation, a toujours joué un rôle très actif dans l'histoire du groupe Krupp[331]. Il est donc susceptible de continuer à exercer une certaine influence.

B. La perspective de Krupp

L'objectif principal de notre analyse est l'étude des relations entre gouvernance et politique de financement au sein de Thyssen. Une démarche se plaçant explicitement dans la perspective de Krupp, qui a tenté de déclencher un mécanisme de gouvernance spécifique visant Thyssen, est cependant susceptible de produire des résultats supplémentaires par rapport aux relations qui nous intéressent. Il en ressort que la disponibilité de ressources financières – dans ce cas précis il s'agit d'un emprunt bancaire important – confère au dirigeant, G. Cromme, la latitude de tenter l'OPA. Cette dernière constitue un mécanisme de gouvernance spontané, plus répandu dans le contexte anglo-saxon qu'en Allemagne. En cohérence avec la **proposition 2 b**, l'analyse des schémas mentaux présentée plus haut signale une certaine proximité entre le schéma mental de G. Cromme et celui des banques qui sont prêtes à financer la prise de contrôle. La reprise, qui en résulte en cas de succès de l'opération, donne au repreneur l'accès au *slack* important que Thyssen a pu accumuler au fil des années. Nous savons aujourd'hui que l'OPA n'a pas eu lieu. Mais, dans le cas contraire, il était prévu qu'une partie du *slack* de Thyssen ainsi que son autofinancement courant servent par la suite à la réduction de l'endettement bancaire (entretien J). Ce dernier ne constitue donc qu'un choix de financement transitoire. Le fait que l'important endettement oblige à la réduction du *slack*, signale également la nature relativement contraignante de ce type de financement externe, et vient de ce fait à l'appui de la **proposition 2 b**. En effet, les responsables se déclarent satisfaits du fait que la fusion amicale sans endettement permette de conserver certains actifs facilement mobilisables à l'avenir (entretien J). Ceci implique le maintien d'une marge de manœuvre relativement importante. La nette préférence pour les

[331] Dans ce dernier, la fondation Krupp était majoritaire, contrairement à sa position dans le capital de la Thyssen Krupp AG. Ici, elle reste cependant l'actionnaire le plus important.

ressources internes est alors cohérente avec la **proposition 2 a**. Concernant le lien entre gouvernance et politique de financement, l'analyse précédente fait émerger la séquence illustrée par le schéma ci-dessous.

Figure 19: Scénario (abandonné) de l'OPA hostile

Financement (bancaire) → mise en œuvre d'un mécanisme de gouvernance → accès au financement (interne) d'un concurrent

C. Perspectives d'avenir pour la politique de financement

La solidité de la situation financière de Thyssen, qui s'explique, nous l'avons vu, en grande partie par un financement interne élevé, implique également l'absence d'un besoin (à moyen terme) de lever des capitaux directement sur le marché américain (*Handelsblatt,* 19/09/1995). Selon l'avis de la direction financière de Thyssen en 1995, à plus long terme, la cotation à New York pourrait néanmoins devenir une nécessité[332]. Même si la Bourse américaine ne représente pas un objectif immédiat, la direction financière du nouveau groupe Thyssen Krupp estime alors, qu'il est important d'acquérir la capacité de se faire coter sur le NYSE à tout moment (entretien J). Pour cette raison, on commence déjà à se mettre aux normes exigées, sans qu'il existe pour autant un projet de *listing* (cotation) concret. Ces normes concernent surtout la transparence comptable, qui peut être considérée comme un instrument de gouvernance. Dans ce cas, la préparation d'un changement des structures de GE vise donc l'élargissement des possibilités de financement externe par l'accès potentiel au marché des capitaux américain (**proposition 4 a**). Cette mesure est censée assurer une certaine flexibilité dans la couverture des besoins de financement (cf. annotations par rapport au protocole d'analyse).

Signalons également que les provisions pour retraites occupent une place importante dans le passif du bilan des grandes firmes allemandes. Ceci est également le cas de Thyssen. Il s'agit d'un stock de ressources générées en interne, sur lequel les salariés détiennent un

[332] Signalons, en passant, que manifestement la cotation aux USA ne constitue pas une priorité immédiate. Ainsi, sur l'échelle des préférences en matière de financement, le marché des capitaux américain n'occupe pas la position de tête. Il convient cependant de préciser que la complémentarité des différents mécanismes de GE signifie potentiellement que l'intérêt de la cotation à New York n'est pas forcément lié à la seule possibilité de lever des capitaux d'origine américaine. La surveillance due à la cotation est, en effet, également utile à d'autres types d'investisseurs, comme aux grandes banques allemandes, par exemple.

droit. En ce sens, cette catégorie de partenaires de la firme peut également être considérée comme un type d'investisseur spécifique. Or, à la tête du groupe Thyssen Krupp, on a amorcé un changement structurel graduel, qui permettra de réduire successivement les provisions au niveau de la firme, afin de doter plutôt des fonds externes (entretien J). Ce changement structurel fait l'objet de négociations avec les représentants des salariés. L'externalisation de l'épargne de prévoyance constitue une mesure qui diminue la rigidité de l'obligation d'accumuler une partie des ressources générées en interne. De cette manière la politique de financement est susceptible de gagner en flexibilité. En même temps, nous pensons que, si une telle politique s'étend à l'ensemble de l'industrie allemande, elle est susceptible d'entraîner un renforcement du poids des investisseurs institutionnels au sein des instances de gouvernance. Cette question reste cependant à approfondir.

2.2.3. Espace discrétionnaire, importance des ressources internes cumulées, et création et appropriation de rentes

Si les structures de gouvernance contraignent la liberté d'action du dirigeant, elles ne parviennent jamais à déterminer complètement ses choix. Quels sont donc les facteurs qui confèrent aux différents PDGs leur plus ou moins grande marge de manœuvre (2.2.3.1.), et dans quel esprit est-elle gérée (2.2.3.2.)?

2.2.3.1. Aspects relationnels et financiers de la latitude managériale

A l'intérieur de la période que nous étudions, Dieter Spethmann est le premier dirigeant, étant à la tête du groupe depuis le début des années 1970. A son sujet, on constate d'abord la durée relativement longue de son mandat en tant que numéro 1 de Thyssen (18 ans). Le « sens du pouvoir » (*Manager Magazin*, 01/06/1988) a conduit cet homme à prendre beaucoup de décisions seul (*Manager Magazin*, 01/10/1995). Avec ce style autoritaire, il ne se fait pas que des amis, ce qui aura des répercussions à plusieurs reprises.

En effet, à la fin de l'année 1983, certains membres du conseil de surveillance tentent de le destituer (Eglau, 1989, p. 189). Une des raisons est le fait que son prédécesseur, H.-G. Sohl, qui reste influent, n'apprécie guère le revirement stratégique de son ancien protégé (*ibid*, p. 188). Signalons dans ce contexte que la forte présence des trois grandes banques au sein du conseil, qui paraît tout à fait typique des structures de gouvernance des grandes

sociétés allemandes, n'est pas une garantie inconditionnelle de l'enracinement du dirigeant. Contrairement à ce qu'affirment certains, les banques ne favorisent pas forcément la pérennité du dirigeant en place. Ainsi, en 1984, D. Spethmann n'échappe que de justesse à la tentative de destitution, initiée par une partie du conseil de surveillance (*Handelsblatt*, 24/03/1986), avec la participation notamment de la Deutsche Bank (*Manager Magazin*, 01/03/1989). De ce fait, l'organe de contrôle est capable d'exercer une contrainte réelle. C'est grâce à Claudio Zichy-Thyssen, qui contrôle une part du capital importante, que Spethmann parvient à s'imposer (*Manager Magazin*, 01/06/1988). Spethmann réussit donc de maintenir une certaine marge de manœuvre. Sa liberté d'action n'est cependant pas sans contraintes. Ainsi, en 1987, le conseil de surveillance prolonge le contrat de Heinz Kriwet en tant que membre du directoire, malgré le conflit existant entre ce dernier et Spethmann.

Nous avons vu qu'en 1984, Spethmann réussit à défendre son mandat. En s'imposant à la tête du groupe, il maintient ainsi une certaine latitude d'action. Quand il atteint l'âge de la retraite au début des années 1990, il aura présidé le groupe pendant presque deux décennies. Cependant, son autonomie par rapport au conseil de surveillance n'est pas suffisamment grande pour imposer ses choix au delà de la limite d'âge. En effet, en 1990, le conseil ne retient pas le candidat que propose Spethmann a sa succession, mais désigne, au contraire, Heinz Kriwet. De plus, étant écarté de la présidence du conseil de surveillance, Spethmann renonce à devenir administrateur ordinaire.

Au delà de la gestion des relations avec le conseil de surveillance, la latitude managériale dépend également des conditions qui déterminent l'accès aux ressources financières. Durant la période pendant laquelle il dirige le groupe Thyssen, Spethmann est à la base d'une réorientation stratégique significative. En effet, d'une entreprise, qui est au départ un sidérurgiste pur (*Handelsblatt*, 11/10/1988), il fait un groupe diversifié. Un des exemples les plus significatifs à cet égard est le rachat de l'équipementier automobile américain Budd. Un des objectifs affichés de la politique de Spethmann est de réduire ainsi la dépendance unilatérale de son groupe par rapport aux variations cycliques du secteur de l'acier, assurant ainsi une certaine stabilité au niveau de l'afflux des ressources internes (capacité d'autofinancement). Il se fait d'ailleurs un point d'honneur de déclarer que la capacité de Thyssen à distribuer un dividende ne dépend désormais plus de la performance de la branche acier (*Handelsblatt*, 30/03/1987).

Un des objectifs de la diversification étant l'élargissement et la stabilisation de la capacité d'autofinancement, pendant un moment, cette stratégie semble vouée à l'échec. En effet, Budd fait des pertes importantes, obligeant le groupe à injecter des ressources importantes dans cette activité déficitaire. Ainsi, le rachat de Budd est contesté pendant longtemps (*Handelsblatt*, 30/03/1987) et a failli coûter sa tête à Spethmann. Ce dernier échappe de justesse à la révolution initiée par une partie du conseil de surveillance discutée plus haut (*Handelsblatt*, 24/03/1986), et pour laquelle la situation critique de Budd était certainement un argument important. A partir de 1983/84, Thyssen connaît enfin une amélioration de sa « puissance financière ». Cette dernière élargit sensiblement la marge de manœuvre du dirigeant. La solidité financière le rend, en effet, moins vulnérable. Ainsi, Spethmann va systématiquement opter pour l'enrichissement de la substance de l'entreprise. Devant l'arbitrage entre le renforcement de la structure financière et la distribution d'un dividende élevé, ce dirigeant privilégie régulièrement le renforcement de la structure financière. Il s'agit là d'un choix volontaire (*Handelsblatt*, 27/08/1990).

La constitution d'un *slack* important devient par la suite un levier d'action puissant. En effet, les ressources internes cumulées sont un vecteur important à l'appui de la volonté d'expansion. Ainsi, en 1988, Spethmann se déclare prêt à racheter son concurrent Krupp. Mais, en même temps que ce cas nous signale l'importance du *slack* financier comme facteur de renforcement de la latitude managériale, il nous indique également que la disponibilité de ressources financières n'est pas forcément suffisante pour la mise en œuvre de la stratégie du dirigeant. Les structures de gouvernance spécifiques de Krupp à cette époque rendent impossible une reprise de cette firme contre la volonté du responsable de la fondation Krupp, Berthold Beitz, qui contrôle une large majorité du capital. Le testament du dernier membre de la famille Krupp s'oppose, en effet, à la perte de l'identité propre de son entreprise. Beitz, se sentant investi de la mission de faire respecter la dernière volonté d'Alfried Krupp, s'oppose avec succès à l'offre de Spethmann. Ce dernier, fort d'une assise financière solide, recherche alors d'autres opportunités de croissance externe. En 1989, il procède ainsi au rachat du groupe Otto Wolff. En termes de stratégie industrielle, la disponibilité d'un *slack* financier important s'avère donc être un vecteur significatif, mais insuffisant, de la latitude managériale.

Qu'en est-il de la latitude par rapport à sa trajectoire personnelle ? En analysant la fin du mandat de Spethmann, il s'avère clairement que la gestion ayant permis de cumuler des

ressources internes considérables ne constitue pas un outil pour le dirigeant de réaliser ses objectifs personnels au delà de son mandat. En effet, lors du débat concernant sa succession en 1990, Spethmann échoue à imposer son propre candidat (Roesener). Par ailleurs, et contrairement à son prédécesseur, il ne parvient pas à remporter la présidence du conseil de surveillance. Ainsi, faute d'avoir pu réunir un large consensus par rapport à sa personne, Spethmann perd toute influence sur le groupe Thyssen au delà de la période de son mandat à la tête de la direction. Il est probable que c'est le fait d'avoir laissé l'image de quelqu'un cherchant avant tout son avantage personnel plutôt que le consensus entre différents acteurs (*Handelsblatt*, 31/01/1991) qui a été nuisible à sa stratégie personnelle de fin de mandat. Que ce soit Heinz Kriwet, qui assure sa succession, semble tout à fait significatif à cet égard. Kriwet paraît en effet comme l'opposé de son prédécesseur, dans la mesure où il fait du consensus sa maxime (*Manager Magazin*, 01/10/1995). Notons par ailleurs que le nouveau dirigeant, quant à lui, reprend la présidence du conseil de surveillance à la fin de son mandat à la tête du directoire en 1996, et continue d'exercer une influence considérable[333].

Heinz Kriwet est le dirigeant de Thyssen pendant la crise de l'acier du début des années 1990. Du fait, entre autres, que l'acier ne soit pas la seule branche d'activité du groupe, l'autofinancement permet de résister aux « vents difficiles » (*Handelsblatt*, 29/01/1992). Par ailleurs, des réserves non négligeables ont pu être accumulées dans le passé. La situation financière apparaît donc comme solide. Ainsi, contrairement à Usinor en France, un sidérurgiste pur, Thyssen n'est pas contraint de recourir à un financement par capitaux propres externes. De cette façon, le dirigeant conserve un espace discrétionnaire relativement important, malgré la pression conjoncturelle subie dans le secteur de l'acier.

2.2.3.2. Evolution de l'espace discrétionnaire dans le processus de rapprochement de Thyssen et Krupp et création et appropriation de rentes

Début 1997, Dieter Vogel, le dirigeant de l'époque, affirme qu'une coopération avec Krupp n'est pas à l'ordre du jour (*Handelsblatt*, 17/03/1997). En fait, chez Thyssen, compte tenu de la situation financière relativement plus solide que chez son rival, on pense que lors de la prochaine crise de l'acier, Krupp lui reviendra automatiquement (entretien B). Il semble donc que le refus de négocier n'est pas motivé par un manque d'intérêt pour le rapprochement

[333] Notamment dans le cadre du processus de rapprochement avec Krupp, déclenché par la tentative d'OPA, où il joue un rôle équilibrant.

des deux sociétés dans l'absolu. Au contraire, déjà la tentative de rachat de Spethmann à la fin des années 1980 illustre que la direction de Thyssen y voit un potentiel stratégique important. Ce sont plutôt les modalités d'un tel rapprochement qui posent problème. Or, ces modalités sont susceptibles d'influencer la répartition des rentes anticipées grâce à une éventuelle fusion. Une des questions qui se pose dans ce contexte est notamment la suivante : qui sera le dirigeant, qui présidera au destin de l'entité agrandie ? Dans ce contexte, les dirigeants de Thyssen pensent que leur assise financière est suffisamment forte pour s'imposer face à Krupp. Selon cette perspective, il existe donc de bonnes raisons de concevoir le couple **création *et* répartition de rentes** comme indissociable. Le dirigeant ne paraît pas motivé à poursuivre un projet qui paraît *a priori* créateur de valeur, s'il ne voit pas l'opportunité de s'approprier une partie de la rente ainsi créée. Rappelons que, dans le cadre théorique, le potentiel d'appropriation de rentes est supposé être la force motrice de la stratégie personnelle du dirigeant. L'exemple de l'attitude de D. Spethmann et de D. Vogel à l'égard de Krupp confère une certaine crédibilité à l'hypothèse que la gestion de la latitude managériale se fasse dans cet esprit. Ainsi, la marge de manœuvre financière relativement importante de Thyssen induit sa direction à percevoir la meilleure opportunité dans une attente passive. Comme Vogel pense tirer la meilleure épingle du jeu en attendant[334], un rapprochement de Thyssen et de Krupp par la voie de la négociation n'est pas possible (entretien J). Le refus de négocier de la part de D. Vogel signifie donc un arbitrage en faveur de la continuité des structures de GE en place. En effet, le dirigeant de Thyssen ne pense pas que Krupp soit capable d'exercer une pression sérieuse pour lui imposer un changement structurel[335]. Ceci peut expliquer l'étonnement au moment, où Krupp tente sa prise de contrôle. C'est le fait que « le plus petit » tente d'avaler « le plus grand », qui étonne en effet nombre d'observateurs.

C'est dans ce contexte, qu'intervient la tentative d'OPA, qui, en cas de succès, mettrait Krupp en position de force. Cette situation nouvelle réduit la marge de manœuvre de Vogel, qui n'est cependant pas dépourvu de tout moyen de défense. Avec succès, il s'oppose en effet à la prise de contrôle hostile en invoquant le schéma de pensée traditionnel, caractérisé par la recherche du consensus. Bien qu'à terme il soit obligé de céder la direction au tandem Cromme/Schulz, Vogel réussit, du moins temporairement, à maintenir une certaine latitude d'action. Le recours au modèle allemand traditionnel est son instrument principal pour

[334] Comme Krupp risque probablement d'être affaiblie par la prochaine crise de l'acier, Thyssen pourrait plus facilement imposer ses conditions à ce moment-là. Nous observons donc l'importance de la dimension temporelle pour la latitude managériale, ce qui souligne la nature dynamique de ce concept.
[335] En l'absence d'un marché du contrôle actif, l'importance du *slack* semble donc impliquer une faible pression sélective pour un changement des structures de GE.

mobiliser les salariés et la classe politique contre l'attaque de Krupp. En analysant le rôle de la codétermination dans le système de gouvernement des entreprises allemand, on s'aperçoit ainsi qu'il ne s'agit pas seulement d'une contrainte pour le dirigeant. En effet, le PDG peut également s'en servir comme un levier pour mettre en œuvre sa propre stratégie. Ceci est parfaitement illustré par l'histoire de la fusion de Thyssen et Krupp.

Cette dernière est censée créer 495 millions de DM de synergies hors fusion des activités sidérurgiques, ce qui conduit à l'estimation d'une synergie totale de plus de 1 milliard de DM (cf. lettre de G. Cromme et E. Schulz accompagnant le rapport de fusion). Que la stratégie personnelle du dirigeant soit motivée par la possibilité de capter une partie de la rente organisationnelle est illustré, non seulement par la résistance initiale de D. Vogel à l'OPA, mais également par la lutte pour le pouvoir qui l'oppose à G. Cromme par la suite. En effet, pendant approximativement les deux mois suivant la décision d'achever la fusion sur le chemin de la négociation, les deux hommes s'affrontent pour remporter la direction du nouveau groupe. Selon certains commentaires de la presse, cette bataille pour le pouvoir, à un certain moment, va jusqu'à mettre en danger la fusion elle-même (*Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 19/11/1997). Par ailleurs, et toujours selon la presse, les préoccupations concernant les modalités de la fusion ont comme conséquence, que certaines décisions opérationnelles subissent des retards (*WirtschaftsWoche*, 04/12/1997). Dans ce contexte, il est vraisemblable que les firmes supportent des coûts d'influence, tels que décrits par Milgrom et Roberts (1990). Les conseils de surveillance jouant un rôle important dans la nomination du dirigeant, il est vraisemblable que leurs membres sont très sollicités à propos de la direction du nouveau groupe. Le temps consacré à ces activités d'influence est susceptible d'induire un coût, bien qu'il devrait être difficile, sinon impossible, d'évaluer ce dernier avec précision. Dans ce contexte, la forte baisse du cours boursier de Thyssen de la fin de l'année 1997[336] semble signaler la perception par le marché que les activités d'influence ont des effets négatifs sur la part de la rente pouvant être captée par les actionnaires. Ainsi, la création de rentes anticipée donne lieu à une recherche d'appropriation d'avantages issus de la fusion.

Le processus de rapprochement, qui est engagé suite à l'échec de la tentative de prise de contrôle, dure environ deux ans (du printemps 1997 au printemps 1999). Le résultat est issu d'une grande série de négociations entre les multiples parties prenantes. En résistant à la tentative d'OPA hostile, la direction de Thyssen a réussi à protéger l'important *slack*

[336] Cf. la figure 18 concernant l'évolution du cours présenté en sous-section 2.2.1..

financier, que cette firme a accumulé au cours du temps. Ainsi, la nouvelle équipe dirigeante de la Thyssen Krupp AG sera pourvue d'une marge de manœuvre financière significative. En effet, les ressources internes considérables de l'ensemble né de la fusion font qu'il n'y a pas urgence à lever des fonds externes.

Section 3 : Usinor et Thyssen – les enseignements d'une comparaison des cas

Jusqu'ici nous avons étudié, de manière séparée, la dynamique interne de chacun des cas. Nous avons pu en tirer quelques enseignements concernant le processus qui lie politique de financement et structures de GE à l'intérieur de deux référentiels institutionnels distincts. La confrontation directe des deux études de cas, qui fait l'objet de la présente section, permet de faire ressortir les forces à l'oeuvre dans la détermination des différents processus liant gouvernance et politique de financement dans l'espace. La logique qui sous-tend cette démarche est celle de la réplication théorique (Yin, 1994, p. 46). Le cadre conceptuel doit en effet être capable d'expliquer les différences observées à travers les études de cas. Dans la grille théorique présentée dans la première partie, les différences dans la forme de la trajectoire des entreprises dépendent ainsi en grande partie des particularités des systèmes de GE nationaux (cf. figure 8). Dans ce contexte, les transformations des structures de gouvernance d'une entreprise sont influencées par l'initiative des entrepreneurs organisationnels, qui est susceptible de trouver des limites dans le schéma mental partagé (3.1.). La politique de financement est tributaire de cette évolution, dans la mesure où la facilité d'accès à certains types de fonds dépend des moyens de contrôle dont disposent les investisseurs potentiels (3.2.). N'oublions cependant pas qu'il n'y a pas de déterminisme structurel total et que le dirigeant est capable d'influencer partiellement son propre espace discrétionnaire en se servant, entre autres, de la politique de financement. Le lien entre gouvernance et politique de financement est alors double. L'analyse de l'intensité de ce lien (3.3.) fait apparaître le rôle de l'autofinancement dans la détermination de la pression sélective.

3.1. Entrepreneur organisationnel et schéma mental partagé

Nous avons montré qu'en France les importantes restructurations du système de GE ont été fortement influencées par l'initiative des pouvoirs publics. Par conséquent, les dirigeants de l'Etat apparaissent comme des entrepreneurs organisationnels au sens de North.

Ils influencent notamment l'institutionnalisation de nouvelles pratiques en termes de gouvernance à travers le processus législatif, comme le montre le développement du marché financier initié en 1984. La nomination de F. Mer à la tête d'Usinor et de Sacilor en 1986 se fait dans le contexte de la première vague de privatisations, qui renforce davantage la banalisation des mécanismes du marché des capitaux. Bien que la situation financière de la sidérurgie n'en fasse pas un candidat pour un passage immédiat au privé, la « marche à la privatisation » constitue un objectif dès le départ. Nous voyons donc que le schéma mental de F. Mer ne s'oppose pas à la tendance générale concernant la représentation de l'efficience relative de divers mécanismes de GE. Notamment ceux qui sont régis par le marché financier apparaissent désormais sous un jour favorable. Il ne semble donc pas irréaliste de penser qu'à son arrivée F. Mer bénéficie de l'appui des « entrepreneurs » situés à la tête d'un partenaire de la firme qui joue traditionnellement un rôle prépondérant, à savoir l'Etat. Comme il se trouve au centre du schéma mental traditionnel, celui-ci ne constitue pas un frein au changement des structures de GE, comme nous le supposons dans la **proposition 6**. L'appréciation de la plausibilité de cette proposition nécessiterait en effet une situation, dans laquelle le schéma mental individuel d'un dirigeant d'entreprise qui joue le rôle de l'entrepreneur affiche un écart important par rapport à l'idéologie dominante.

Une telle situation survient lors de l'analyse de la trajectoire récente de Thyssen. En effet, contrairement au cas Usinor, les événements dans le contexte du rapprochement de Thyssen et Krupp en Allemagne semblent fournir des indicateurs plus directs du contenu réel du mécanisme supposé dans la **proposition 6**. Dans ce cas, c'est G. Cromme, le dirigeant d'une grande entreprise industrielle, qui joue le rôle du principal entrepreneur organisationnel. Par la voie de l'OPA hostile, il cherche à imposer une nouvelle structure de contrôle à Thyssen. Or, dans le contexte allemand, le PDG de Krupp ne bénéficie pas d'un support institutionnel suffisant pour mettre en œuvre sa stratégie d'OPA, qui apparaît comme innovante outre-Rhin. L'opposition importante de la part des salariés, fondée sur l'invocation du « modèle allemand traditionnel », est la principale cause de l'échec de la tentative de prise de contrôle hostile. Ainsi, l'approche dominante du GE en Allemagne privilégie le consensus entre les diverses parties prenantes. Dans ce contexte, le processus d'institutionnalisation nécessite le concours des représentants de *stakeholders* multiples. A la différence de la France, certains partenaires de la firme possèdent en effet des moyens de peser plus directement sur l'évolution des structures de GE. Une éventuelle stratégie de changement s'en trouve complexifiée. Dans l'Hexagone, au contraire, les intérêts divers cherchent

traditionnellement du soutien au niveau de l'Etat. L'influence des partenaires de la firme privilégiés dans le schéma mental partagé paraît donc plus directe en Allemagne qu'en France, où elle passe souvent par l'intermédiaire des pouvoirs publics. Dans le cas français, ceci explique la relative facilité, avec laquelle les entrepreneurs proches de l'Etat peuvent, à une certaine époque, mettre en œuvre leur stratégie de changement des structures de GE. Le système de GE allemand ne connaît pas cette concentration extrême des pouvoirs de contrôle. Ainsi, comme l'illustre le rapprochement de Thyssen et Krupp, le changement des structures de gouvernance se heurte potentiellement à la résistance directe de partenaires multiples. Plus ces derniers sont nombreux et plus leur potentiel d'intervention est important, plus le schéma mental traditionnel est susceptible d'être utilisé comme argument contre la stratégie entrepreneuriale. Ceci explique partiellement la difficulté d'un seul dirigeant d'entreprise à exploiter des mécanismes de GE en rupture avec la tradition nationale.

La comparaison de l'évolution du GE chez Usinor et Thyssen semble donc indiquer que les leviers de l'institutionnalisation d'un schéma mental innovant en Allemagne se distinguent nettement de ceux qui sont privilégiés en France. Tandis que les modifications des structures de gouvernance d'Usinor se sont effectuées grâce à l'évolution de l'idéologie dominante, promue par les représentants de l'Etat, le changement du GE que Krupp cherche à imposer à Thyssen en mars 1997 échoue suite à la mobilisation du schéma mental partagé par des *stakeholders* relativement puissants qui craignent d'être lésés. Ceci n'exclut cependant pas tout changement des routines du contrôle des dirigeants outre-Rhin. Au contraire, nous avons vu que la tentative d'OPA de Krupp est considérée comme un précédent, susceptible de contribuer à l'évolution des mentalités (entretien J). Ainsi, le cas Thyssen suggère une institutionnalisation graduelle du recours à un mécanisme de GE du marché financier, tel que l'OPA hostile. Cette institutionnalisation s'effectue sur le chemin d'un processus d'apprentissage, pour lequel l'exemple historique et la perception de son succès jouent un rôle important. Au niveau local, l'évolution de Thyssen montre que les changements structurels dans ce contexte spécifique nécessitent l'adhésion, et donc la nécessité de convaincre une multitude de parties prenantes. La manipulation des règles du jeu observée dans le contexte du cas Usinor semble plus immédiate, compte tenu du rôle de l'Etat.

Plus globalement, la stratégie de changement des structures de GE d'un dirigeant est facilitée par un appui institutionnel fort. A la lecture des deux études de cas, il semble qu'un cadre institutionnel qui donne des moyens de contrôle direct à des *stakeholders* multiples fait

du schéma mental partagé un support de communication important. Ceci confère à l'idéologie dominante son rôle de force modératrice, rappelant les changements des structures de GE vers leur trajectoire historique. Il est cependant important de ne pas confondre trajectoire et emplacement historiques. Ainsi, le changement de l'idéologie dominante, même s'il est graduel comme dans l'exemple de Thyssen, est possible. La facilité, avec laquelle un dirigeant peut mettre en œuvre sa stratégie personnelle, dépend alors en partie de la réponse à la question suivante. Sa perception (subjective) des opportunités, est-elle en phase avec une idéologie dominante, qui subit des transformations plus ou moins importantes ?

A ce niveau, il semble légitime de s'interroger sur la nature et les causes des modifications de l'idéologie. La comparaison des cas Usinor et Thyssen montre alors que les changements du schéma mental partagé ont potentiellement des origines multiples. Ces origines peuvent en effet être exogènes ou endogènes à la direction des grandes entreprises. Dans le premier cas, qui est celui d'Usinor, une impulsion importante est donnée par les « entrepreneurs politiques ». Le dirigeant nommé par ces derniers inscrit sa stratégie dans la « marche à la privatisation », voulue par les pouvoirs publics. F. Mer évolue donc dans un climat qui est de plus en plus favorable à la démarche qu'il préconise. Dans le deuxième cas, celui de Thyssen Krupp, l'initiative émane directement d'un dirigeant d'entreprise. Ce dernier, en créant un précédent, est donc capable de contribuer à l'évolution de la représentation de l'efficience relative de différents types de mécanismes de GE. Comme G. Cromme, au moment de la tentative d'OPA, ne bénéficie cependant pas d'un appui institutionnel comparable à celui de F. Mer, la mise en œuvre de sa stratégie rencontre une résistance suffisante pour l'obliger à des ajustements. Par conséquent, les deux études de cas montrent que les différences dans la nature et le rythme de l'évolution de l'idéologie dominante en France et en Allemagne ont une influence importante sur la stratégie personnelle du dirigeant, visant à faire évoluer les structures de GE.

3.2. Ajustements des structures de GE et recours au marché des capitaux

Le cadre conceptuel suppose un lien entre gouvernance et politique de financement, dans le sens que les structures de GE en place à un moment donné délimitent l'ensemble des sources financières potentielles (**proposition 4**). Or, les structures de GE (locales) sont tributaires du système de GE (national). Il s'en suit que les mécanismes de GE contraignant les dirigeants des entreprises évoluant dans des pays différents se distinguent en ce qu'ils

impliquent des différences concernant le périmètre des choix de financement possibles. Ceci apparaît clairement lorsqu'on compare l'histoire financière d'Usinor en France et celle de Thyssen en Allemagne.

L'emprise de l'Etat sur la gouvernance de la sidérurgie française avant 1986 s'accompagne en effet d'une limitation importante des sources de financements potentielles. Ainsi, nous avons vu que l'autofinancement est sévèrement contraint par l'ingérence directe de l'Etat en matière de politique de prix et de politique sociale. Les fonds publics deviennent alors quasiment la seule ressource financière.

Pour Thyssen, la situation est radicalement différente. Les subventions publiques à destination de la sidérurgie sont pratiquement exclues en Allemagne (entretien C). Aussi, notre analyse du système de GE allemand montre que le dirigeant possède une certaine latitude pour accumuler des ressources internes. La comptabilité, conçue dans l'esprit de la protection des créanciers[337], permet la constitution de réserves cachées, qui échappent, du moins temporairement, à l'appropriation par les actionnaires. Par ailleurs, les provisions pour retraites sont des fonds, sur lesquels les salariés ont un droit, mais qui sont générés en interne et réinvestis dans l'entreprise. Comme pour d'autres grandes entreprises allemandes, ces provisions occupent une place importante dans le bilan de Thyssen. Ainsi, principalement trois caractéristiques de l'environnement institutionnel de Thyssen semblent influer sur la politique de financement de cette firme : le statut traditionnellement faible du marché des capitaux en Allemagne, une relative facilité à accumuler des ressources internes et une faible propension de l'Etat à accorder des subventions. Rappelons également qu'au niveau local l'influence des frères Zichy-Thyssen constitue une limite sérieuse des choix de financement (entretien B). Ceci concerne notamment le recours aux fonds propres externes, qui semble quasiment exclu à un certain moment, alors qu'il est souhaité par le dirigeant. Pendant de longues périodes, le financement externe joue donc un rôle secondaire chez Thyssen.

Le périmètre des choix de financement de la sidérurgie française au milieu des années 1980 et celui de Thyssen à la même époque sont donc radicalement différents. Par

[337] Notons cependant que la protection des créanciers joue également un rôle important en France. Malgré cette similarité entre la France et l'Allemagne, nous pouvons néanmoins nous interroger sur la latitude du dirigeant par rapport à l'Etat-actionnaire en matière de comptabilité. Au moins dans le cas Usinor, cette latitude semble, en fait, largement dépendante de la tutelle publique. Rappelons, à ce sujet, la citation d'un dirigeant de la sidérurgie française, cité par Lesourne (1998, p. 96). « Vous voulez des détails sur nos comptes, demandez-les à l'administration. Ils les connaissent mieux que nous ! ».

conséquent, la comparaison des deux études de cas ne contient pas d'éléments, qui permettraient de rejeter la **proposition 4**. Notre confiance en la plausibilité de cette dernière se trouve ainsi renforcée.

La proposition 4 suppose des différences dans la politique de financement pour les entreprises régies par des structures de GE divergentes. A l'aide des études de cas, nous venons de montrer que la réplication « théorique » est possible. C'est-à-dire que les cas permettent de constater des différences pour les raisons attachées au cadre conceptuel. La **proposition 4 a**, au contraire, est indépendante de la forme concrète des structures de GE de départ. C'est-à-dire, quel que soit le contexte structurel, un changement de ce dernier entraîne théoriquement une modification du périmètre des choix de financement. Nous recherchons alors une réplication « littérale » au sens de Yin (1994, p. 46).

Rappelons que la stratégie de F. Mer, dès sa nomination à la direction d'Usinor et de Sacilor en 1986, vise le retour de la sidérurgie française entre les mains d'investisseurs privés. Un effort considérable est alors consacré à la garantie d'un niveau de transparence élevé (entretien HL). Ce travail sur les moyens de contrôle à l'intention des investisseurs externes est enfin suivi de la privatisation en 1995. Cette dernière implique des changements importants en termes de GE. En effet, au delà des implications directes pour la structure de contrôle[338] et la composition du conseil d'administration, le groupe Usinor s'expose potentiellement aux mécanismes de GE spontanés régis par le marché des capitaux. Cette transformation des structures de GE s'accompagne alors d'un changement des possibilités de financement du groupe sidérurgique. La politique de financement est effectivement influencée par ce changement des règles du jeu. Ainsi, dans le contexte de la privatisation, Usinor Sacilor procède à une augmentation de capital. Les ressources externes ainsi injectées sont ensuite consacrées à la réduction du niveau d'endettement. Conformément à la **proposition 4 a**, l'importante modification des structures de GE entraîne une transformation du périmètre des sources de financement potentielles. Alors qu'avant l'interdiction formelle de Bruxelles en 1985, les fonds publics sont quasiment la seule ressource financière externe, les investisseurs privés s'y substituent à partir de 1995.

Le cas Thyssen contient également des éléments permettant de soutenir la **proposition 4 a**. Ainsi, nous avons montré que le changement des structures de GE suite au départ des

[338] Groupe d'actionnaires stables, importance des investisseurs institutionnels, etc..

héritiers rend possible une augmentation de capital, qui a lieu en 1997. Par ailleurs, le groupe Thyssen Krupp travaille à la mise en place des normes requises pour une éventuelle cotation aux Etats-Unis. Cette mesure vise à accroître la flexibilité concernant la couverture des besoins de financement. Par conséquent, même si la cotation à New York n'est pas un projet concret à court terme, la direction cherche la possibilité d'accéder directement aux capitaux américains, en cas de besoin[339].

L'effort de transparence entrepris chez Usinor pendant « la marche à la privatisation » et l'adoption des normes comptables[340] permettant une éventuelle cotation à New York du groupe Thyssen Krupp sont donc susceptibles d'avoir des implications similaires en termes de politique de financement. C'est-à-dire que, dans les deux cas, la direction se ménage la possibilité de faire appel aux fonds du marché des capitaux international. Sur ce dernier, les capitaux en provenance des pays anglo-saxons jouent un rôle important. Notons à ce sujet que chez Usinor les investisseurs anglo-saxons sont déjà très présents. Dans les deux cas étudiés, les dirigeants poursuivent ainsi une stratégie de modification des mécanismes de GE, afin d'élargir le champ des possibilités de financement externe. Par rapport à la **proposition 4 a**, il y a donc réplication « littérale » concernant les effets[341] d'une gouvernance, qui se transforme entre autres à cause d'une comptabilité plus transparente.

3.3. L'intensité du lien entre structures de GE et politique de financement

L'analyse de l'histoire financière des groupes Usinor et Thyssen des dix dernières années fait ressortir des recours plus fréquents et plus importants au financement externe par le sidérurgiste français que par son homologue allemand. Bénéficiant au départ d'importantes subventions publiques, en l'absence d'une capacité d'autofinancement suffisante, le groupe de F. Mer procède par la suite à deux augmentations de capital. La première a lieu en 1991 et fait du Crédit Lyonnais le deuxième actionnaire après l'Etat, un appel public à l'épargne n'étant pas possible à cette époque compte tenu du statut public de l'entreprise. Ceci change avec la privatisation, qui rend possible la deuxième augmentation de capital. Cette dernière implique

[339] Un tel besoin pourrait se justifier par rapport à la stratégie de création et de répartition de rentes.
[340] Ainsi, Thyssen Krupp commence à tenir une comptabilité selon les normes comptables américaines, US-GAAP (cf. entretien J). L'objectif clairement affiché qu'est censé servir cette stratégie est un accès plus facile aux marché des capitaux américain.
[341] Notons cependant qu'à ce niveau la comparaison directe rencontre une limite majeure compte tenu du fait que les modifications sont relativement récentes dans l'exemple allemand. Les effets financiers étudiés sont en effet déjà observés dans le cas d'Usinor. Comme chez Thyssen Krupp l'application du nouveau référentiel comptable est relativement récente, les effets sont, pour le moment, seulement anticipés dans ce cas.

notamment une injection importante de fonds étrangers, provenant pour une part non négligeable d'investisseurs anglo-saxons. Au cours de la même période des dix dernières années, on observe des restructurations profondes du dispositif de GE. Il s'agit notamment du retrait progressif de l'Etat des instances de gouvernance. Ainsi, le ministre de tutelle déclare vouloir laisser mains libres à F. Mer dès son arrivée. Par la suite, la proportion des représentants de l'Etat au conseil d'administration diminue, d'abord lors de l'arrivée du Crédit Lyonnais, ensuite au moment de la privatisation. L'année 1997 marque le désengagement définitif de l'actionnaire public. Ces cooccurrences des transformations de la gouvernance et de l'appel à des sources financières externes différentes prêtent une certaine crédibilité à la **proposition 5**. C'est-à-dire que l'absence de continuité concernant le recours à une source de financement privilégiée est liée à des transformations fréquentes des structures de GE. Ceci suggère que le besoin de financements externes est une cause importante de la pression sélective pesant sur l'évolution de la gouvernance du sidérurgiste français. La force de cette pression sélective semble ainsi contribuer à renforcer l'intensité de la relation entre politique de financement et structures de GE.

Afin d'aboutir à une meilleure compréhension de cette relation, la comparaison avec le cas Thyssen s'avère intéressante. Ce dernier est en effet très différent en ce qui concerne la continuité de la politique de financement. Ainsi, nous avons signalé plus haut que, d'une manière relativement constante, l'accumulation de ressources financières internes constitue une priorité de la gestion financière chez Thyssen. Nous avons également indiqué qu'en cohérence avec la **proposition 5** cette continuité de la politique de financement s'accompagne d'une relative stabilité des structures de gouvernance. En effet, l'analyse de ce cas suggère que l'importance de l'autofinancement cumulé ainsi que l'afflux de ressources internes relativement constant, grâce à la diversification des activités, affaiblissent la force de la pression sélective pesant potentiellement sur les mécanismes de GE. Il semble alors que l'autofinancement signifie qu'il n'y a pas urgence concernant la recherche de solutions nouvelles en matière de structures de gouvernance. Ainsi, l'ajustement éventuel de ces dernières dépend en grande partie[342] de l'apparition d'un besoin de fonds externes en provenance du marché américain. Ceci ressort clairement de la prise de position du directeur financier, H.-G. Stein, qui déclare en 1995 ne voir aucun besoin de capitaux à moyen terme, qui justifierait une cotation à New York (*Handelsblatt*, 19/09/1995). Seule une insuffisance

[342] Mais pas seulement, comme le montrent les événements qui suivent la tentative d'OPA hostile de la part de Krupp.

du financement interne pour couvrir les besoins de capitaux futurs du groupe pourrait imposer à long terme de franchir l'Atlantique. C'est la raison pour laquelle, il n'y a pas de négociations concrètes avec la SEC (*Securities Exchange Commission*) en vue d'une cotation rapide (*ibid*). Ainsi, ce n'est que récemment que le groupe Thyssen Krupp commence à se mettre aux normes exigées par les autorités boursières américaines (entretien J). Ces observations sont donc cohérentes avec l'hypothèse, selon laquelle, *ceteris paribus*, un financement interne élevé soulagerait la pression sélective en faveur d'un changement des structures de GE. Cette pression augmente, au contraire, en cas de dépendance de financements externes, comme l'indique l'histoire financière d'Usinor.

La comparaison des deux cas suggère alors un rôle important des possibilités d'un recours aux fonds générés en interne pour déterminer l'intensité du lien entre la politique de financement et le processus de changement des structures de GE. En effet, comme Usinor est incapable d'autofinancer ses investissements au milieu des années 1980 et est lourdement endettée, une action sur les règles de GE visant à éviter la faillite s'avère indispensable. Le changement du statut légal des financements externes précédemment accordés, transformant les dettes en capitaux propres, est la solution retenue en 1986. Cet important changement des limites de la latitude managériale trouve donc sa cause dans l'incapacité complète de la sidérurgie française à sécréter les ressources suffisantes. Cette situation change, entre autres, grâce aux lourdes restructurations engagées par la suite. Seulement, le pari stratégique du tout acier lie désormais inexorablement la capacité d'autofinancement au cycle de l'acier. Ainsi, lorsque la crise éclate au début des années 1990, le groupe n'a pas encore pu accumuler suffisamment de ressources internes, facilement mobilisables, pour mettre en œuvre la stratégie du dirigeant sans recourir au financement externe. C'est dans ce contexte, que la firme fait appel au Crédit Lyonnais, ce qui entraîne une modification des structures de GE sous la forme d'une recomposition du conseil d'administration. Nous voyons, donc, que l'absence d'un *slack* important oblige à des ajustements des structures de GE, qui accompagnent des financements externes en provenance d'une source nouvelle. Le besoin de financements externes, couplé avec la restriction imposée (par Bruxelles) au recours à la source de financement externe traditionnellement privilégiée, c'est-à-dire l'Etat, peut aussi expliquer l'effort de transparence entrepris en préparation de la privatisation. Ainsi, il ne paraît pas irréaliste de supposer que la direction d'Usinor Sacilor, consciente de sa dépendance conjoncturelle vis-à-vis des financements externes, travaille à la transformation de ses structures de gouvernance dans le but de faciliter l'accès à un certain type de fonds. Cet

objectif est réalisé avec l'augmentation de capital lors de la privatisation, donnant accès au marché des capitaux international.

A la lecture des développements précédents, on pourrait alors être tenté de croire à un certain déterminisme, conduisant d'une absence de financements internes suffisants à la modification des structures de GE. Ceci n'est cependant pas le cas compte tenu du rôle important joué par les schémas mentaux dans la formulation de la stratégie des entrepreneurs organisationnels. Deux arguments permettent en effet d'invalider la présomption du déterminisme. Le premier est d'ordre empirique, le second théorique.

L'observation empirique est directement issue de l'analyse du cas Thyssen, qui nous signale que des ajustements des normes comptables sont effectivement initiés, et cela malgré l'absence d'un besoin de capitaux américains à court terme. L'argument qu'avance la direction en faveur de cette démarche est alors purement perceptuel. C'est-à-dire que les responsables *pensent* que la flexibilité, qu'une possibilité de cotation à New York confère à la politique de financement, est susceptible de servir la stratégie future du groupe. Par conséquent, l'évolution des schémas mentaux en faveur d'une importance croissante accordée au marché financier influe sur l'évolution des structures de GE, indépendamment d'un besoin de financement immédiat.

L'argument théorique concerne l'évolution des structures dans un cadre de rationalité procédurale. En effet, un manque d'autofinancement est susceptible de déclencher une recherche de solutions nouvelles en termes de gouvernance. En raison des limites cognitives des acteurs, il est cependant impossible de connaître *ex ante* et avec certitude la solution précise, qui sera retenue au bout de cet apprentissage adaptatif. Dans les premiers instants de ce processus, le schéma mental d'un entrepreneur organisationnel joue théoriquement un rôle important. L'interaction de ce dernier avec l'environnement institutionnel sera finalement déterminant. Au mieux, la dépendance de sentier peut alors nous renseigner sur la direction approximative[343] que suivent les transformations des mécanismes de GE.

Dans cette section, nous avons montré que l'intensité de la relation entre politique de financement et gouvernance dépend partiellement de l'importance du financement interne. Mais, c'est uniquement le rythme du processus étudié qui est directement influencé par la plus

[343] On peut alors parler d'un déterminisme « doux ».

ou moins grande disponibilité de ressources internes et non pas sa direction. En effet, l'absence d'autofinancement en elle-même ne contient *a priori* pas de réponse à la question suivante : auprès de quel type d'investisseur externe et grâce à quels mécanismes de GE, le dirigeant perçoit-il les meilleures opportunités ? Pour expliquer la direction concrète du processus reliant GE et politique de financement, l'étude des schémas mentaux individuels et partagés s'avère donc indispensable.

Conclusion générale

A l'origine de notre étude se trouve le constat empirique concernant l'existence de particularités nationales des sources de financement privilégiées par les entreprises dans différents pays et à différentes époques. La comparaison de la structure financière des firmes en France et en Allemagne sur un certain nombre d'années stimule alors une interrogation double. Comment peut-on expliquer ces variations de la politique de financement dans l'espace et dans le temps ? Dans le but de parvenir à une telle explication, la première partie a ainsi été consacrée à la présentation d'un cadre conceptuel, qui s'appuie sur une approche dynamique de la théorie du gouvernement des entreprises. Cette dernière, s'inspirant notamment des théories de l'agence, des coûts de transaction et de l'enracinement, est en effet riche de concepts permettant d'expliquer les relations entre financement et latitude managériale. La deuxième partie a alors été conçue pour apprécier empiriquement la plausibilité des propositions théoriques par rapport au lien dynamique existant entre changement des structures de GE et politique de financement.

La conclusion sera structurée en cinq points. Les trois premiers comportent le résumé des principaux résultats de notre travail de recherche. Ceux-ci sont (1) d'ordre théorique, (2) méthodologique, dans la mesure où le cadre évolutionniste implique des exigences particulières pour la démarche de la finance organisationnelle, et (3) empirique. Après avoir résumé ces résultats, nous aborderons les principales limites de notre travail, avant de conclure par un certain nombre d'interrogations et d'ouvertures.

La relation entre gouvernance et financement est *a priori* complexe et interactive

Nous avons montré que les approches de la micro-économie financière traditionnelle ont un pouvoir explicatif limité lorsqu'on examine la politique de financement menée par les dirigeants dans différents pays. Certaines prédictions des modèles formalisés ne semblent en effet pas très robustes en cas de changement de l'environnement institutionnel. Par conséquent, la théorie du gouvernement des entreprises apparaît comme un référentiel prometteur. Sa focalisation sur l'étude des différentes limites de la latitude managériale lui confère en effet le potentiel d'intégrer les particularités institutionnelles de différents pays. Les théories fondatrices de ce courant de recherche sont la théorie de l'agence et la théorie des

coûts de transaction. Ces dernières, bien qu'elles soient en principe compatibles avec une analyse dynamique des structures de GE, rencontrent cependant des limites conceptuelles importantes du fait de leur prise en compte insuffisante des mécanismes d'ajustement conduisant d'un état d'équilibre à un autre (efficient au troisième ou au second degré). Ainsi, ces deux courants théoriques s'inscrivent fondamentalement dans une démarche de statique comparative. Or, l'exploration du fonctionnement des mécanismes sous-jacents approfondit notre compréhension des causes de l'évolution des structures de gouvernance et de ses implications financières. La synthèse théorique montre alors que c'est une démarche évolutionniste qui semble la plus appropriée pour rendre compte de la nature dynamique de la politique de financement et du gouvernement des entreprises. Dans ce contexte, la théorie du changement institutionnel proposée par D. North contient des concepts fédérateurs des théories fondatrices du GE et de celles, qui se focalisent sur les processus d'évolution.

Dans ce contexte, l'hypothèse de la rationalité procédurale est cruciale. En effet, les acteurs possèdent des capacités cognitives limitées, et l'évolution des structures de GE est ainsi tributaire d'un processus d'apprentissage adaptatif. Ce dernier implique l'interaction entre les schémas mentaux individuels des entrepreneurs organisationnels, le schéma mental partagé de la population plus large et les diverses règles du jeu imposées au dirigeant. La recherche de l'efficience, qui est supposée être la force motrice de ce processus, concerne par conséquent une efficience contrainte. Le résultat du processus évolutif est alors, au mieux, efficient au second, voire au troisième degré. Cette absence d'une référence absolue en matière d'efficience signifie la possibilité de la coexistence d'équilibres multiples. Nous voyons donc que cette approche permet d'expliquer l'existence simultanée de différents dispositifs de GE ainsi que leur développement dans le temps. Ceci a des implications importantes pour la politique de financement, car cette dernière est partiellement contrainte par les mécanismes de gouvernance qui s'appliquent à un instant donné. Ainsi, nous avons montré que les structures de GE délimitent l'ensemble des choix de financement potentiellement à la disposition du dirigeant à un instant donné. On en déduit alors que l'évolution de la gouvernance, selon la « mécanique » précédemment ébauchée, entraîne une modification de l'éventail des sources financières accessibles.

Nos recherches nous conduisent cependant à la conclusion que la causalité entre structures de gouvernance et politique de financement ne peut pas être conçue comme unidirectionnelle. Au contraire, le cadre conceptuel intègre la capacité du dirigeant d'agir sur

l'étendue de son propre espace discrétionnaire. Il perçoit en effet potentiellement l'opportunité de mettre en œuvre une stratégie de changement des structures de GE en fonction de son schéma mental. De telles opportunités sont supposées concerner les possibilités de création et d'appropriation de rentes grâce aux modifications structurelles. Lorsque la perception managériale est ainsi en rupture avec les mécanismes de contrôle traditionnels, le dirigeant est susceptible de se transformer en entrepreneur organisationnel. C'est précisément à ce niveau que la politique de financement apparaît comme un vecteur potentiel de l'évolution des structures de gouvernance. Tout en étant contrainte par le dispositif de GE en place à un instant donné, elle n'est jamais parfaitement prédéterminée, et son utilisation est un levier pour l'exercice effectif de la latitude managériale. Autrement dit, la simple perception par le dirigeant de l'intérêt d'une transformation des limites de son espace discrétionnaire n'est pas forcément suffisante pour appliquer une telle stratégie. La disponibilité de ressources financières peut, en effet, dans certaines circonstances, paraître cruciale pour saisir les opportunités perçues de création et d'appropriation de rentes. A ce niveau, il existe en principe deux possibilités. Soit la firme dispose d'importantes ressources générées en interne et facilement mobilisables, soit elle est capable d'accéder à des fonds externes. Cette dernière possibilité est cependant *a priori* plus contraignante que la première, car elle suppose la proximité des schémas mentaux du dirigeant et des investisseurs potentiels. Ceux-ci sont par ailleurs susceptibles d'exiger certains aménagements des structures de GE, censés garantir leurs intérêts financiers, comme condition préalable à l'octroi des fonds.

Mais, la disponibilité des fonds n'est pas la seule limite, à laquelle se heurte potentiellement la stratégie du dirigeant en matière de changement des mécanismes de gouvernance. Le schéma mental partagé constitue en effet un frein potentiel à la réalisation des projets, qui affichent un écart important par rapport à la tradition nationale. Ainsi, l'écart entre la perception entrepreneuriale et la tradition nationale influence le coût d'adaptation des mécanismes de gouvernance[344]. Supposée être une cause importante de la dépendance de sentier, l'interaction entre l'idéologie dominante et le schéma mental individuel du dirigeant se situe à l'interface entre le niveau local (des structures de GE) et le niveau institutionnel (du

[344] *A priori*, plus cet écart est important, plus le coût d'adaptation est élevé, et plus la « force de rappel » vers le sentier historique, agissant sur les changements des structures de gouvernance, est intense. N'oublions cependant pas que notre grille théorique repose sur une logique d'acteurs. Ainsi, lorsque nous parlons de « force de rappel », celle-ci n'est pas impersonnelle, mais se manifeste à travers le comportement des acteurs. Dans ce contexte, nous pouvons supposer que l'entrepreneur organisationnel intègre son estimation du coût d'adaptation dans son calcul d'opportunité. Cependant, la rationalité procédurale implique que le dirigeant peut être conduit à réviser son estimation des coûts relatifs au cours du temps. L'abandon de l'OPA hostile par la direction de Krupp en faveur du rapprochement amical en est un exemple concret.

système de GE englobant). L'approche de l'efficience contrainte nous enseigne alors que les choix structurels locaux peuvent également influencer l'évolution de l'environnement institutionnel plus large, par un processus de rétroaction. Ainsi, le schéma mental partagé, loin d'être statique, subit également des transformations au cours du temps. Pour une entreprise, dont le dirigeant n'est pas entrepreneur mais plutôt gestionnaire, cette évolution du schéma mental partagé, de par son impact sur le système de GE, est susceptible d'être une cause exogène de modifications de l'ensemble des sources de financement potentiellement accessibles. A son tour, le recours croissant des entreprises d'un pays à une de ces nouvelles sources de financement est susceptible de banaliser[345] la mise en œuvre de certains mécanismes de GE. Ces derniers, après une période d'applications ponctuelles, sont alors susceptibles d'être institutionnalisés.

Quelle méthodologie pour l'étude des processus dynamiques en finance organisationnelle ?

L'approche théorique que nous préconisons pour l'étude des phénomènes de la finance organisationnelle dans différents pays se focalise sur la compréhension des mécanismes d'ajustement. Ce caractère dynamique de la grille théorique conjugué avec la nature souvent qualitative des concepts utilisés implique une difficulté particulière pour la démarche empirique. En effet, nous constatons une faible disponibilité de mesures quantitatives fiables. Notamment les informations concernant les variables institutionnelles nécessitent de recourir à une documentation qualitative. Dans la mesure où leur connaissance est susceptible de faire avancer la réflexion financière, il ne semble cependant pas conseillé de se priver de faire appel à de telles données, sous prétexte que leur traitement s'avère complexe. Notamment au niveau de ce que nous avons appelé « la séquence exploratoire », l'analyse des données institutionnelles, bien que souvent centrée sur des cas particuliers, peut constituer une contribution non négligeable au progrès des connaissances. Plusieurs chercheurs en finance ont déjà fait un travail de ce type. Dans ce contexte, nous avons cité les exemples de Dann et De Angelo (1988), De Angelo et De Angelo (1998) et Jenkinson et Ljungqvist (1997). Certaines comparaisons internationales concernant les systèmes de GE ont également recours à des études de cas ponctuelles pour asseoir la plausibilité de leurs arguments. Tel est par exemple le cas de Franks et Mayer (1990), contenant l'étude de trois acquisitions hostiles (une

[345] La banalisation implique une réduction de coût.

en France, une en Allemagne et une au Royaume Uni) afin d'illustrer l'influence de l'environnement institutionnel sur le changement des structures de contrôle.

Conformément à la représentation du processus scientifique résumée dans la première section du troisième chapitre, nous concevons l'étude de cas dans le contexte de nos travaux comme un test de cohérence de la grille théorique proposée. Nous cherchons alors une « mise à l'épreuve » du cadre conceptuel, qui apparaît comme une des caractéristiques discriminantes du travail scientifique (cf. Stengers, 1995). Comme méthode de mise à l'épreuve de la théorie par les faits, l'étude de cas possède l'avantage de permettre l'accès à la connaissance, non seulement des causes et de leurs effets, mais également de la séquence qui relie ces deux dimensions. Nous pouvons donc espérer observer directement le fonctionnement des mécanismes. Concernant l'influence des structures de gouvernance sur la politique de financement, nous avons, par exemple, pu constater l'effet de l'opposition des héritiers, pesant sur la structure de contrôle, sur les possibilités d'un financement par capitaux propres externes du groupe Thyssen. Or, la volonté explicite de la direction du groupe de procéder à une augmentation de capital, faisant de l'opposition des frères Zichy-Thyssen une vraie contrainte de la latitude managériale, n'a pas laissé de traces dans les états financiers, car une telle opération n'a pas eu lieu. Ce type d'information est donc seulement accessible sous une forme qualitative, grâce à des entretiens par exemple. Lorsqu'on parvient à accéder à une telle information, il devient alors possible d'expliquer l'augmentation de capital de 1997, qui se retrouve cette fois dans les comptes, partiellement en fonction du désengagement des Zichy-Thyssen en 1995. Cet événement a, en effet, élargi l'ensemble des choix de financement accessibles. Ainsi, au-delà du test de certaines cooccurrences, la méthode des cas rend possible l'observation directe du déroulement d'un processus dynamique. Compte tenu de la focalisation du cadre conceptuel sur les processus d'ajustement, dans lesquels politique de financement et structures de GE sont supposées être liées de façon interactive, l'étude de cas apparaît donc comme l'outil privilégié de notre démarche empirique.

L'application de la méthode des cas n'est cependant pas sans difficultés, notamment à cause de l'absence d'une véritable théorie de l'inférence communément admise. Ainsi, l'analyse des données qualitatives contient forcément une part d'interprétation[346], dont la démarche peut être difficile à communiquer à des tiers. Afin d'éviter des interprétations

[346] Rappelons, à ce sujet, l'importance du caractère « acceptable » de l'argumentation. Boudon (1999) montre, en effet, que l'acceptabilité peut être considérée comme un critère de scientificité.

abusives, qui déformeraient le contenu du matériel empirique, un certain nombre de précautions doivent être prises. Or, les travaux de la finance organisationnelle, bien qu'il existe dans ce domaine désormais un certain nombre d'études de cas, ne sont généralement pas très explicites concernant les normes de qualité et la scientificité d'une telle démarche. Ainsi, à notre connaissance, il n'existe à ce jour pas de véritable méthodologie des études de cas pour la recherche en finance. Par contre, d'autres disciplines ont tenté d'élaborer un certain nombre de standards, visant à assurer un travail rigoureux (cf. notamment Eisenhardt, 1989, Miles et Huberman, 1994, Yin, 1994). Nous pensons que leur application à un travail se situant dans le champ de la finance organisationnelle est tout à fait susceptible de renforcer la validité des résultats obtenus.

Il apparaît alors important d'expliciter la démarche suivie d'une manière détaillée, afin d'exposer les résultats au contrôle et à la critique d'autres chercheurs. Il s'agit là d'une « mise en risque » potentielle. Le fait de systématiser la collecte et l'analyse des données dans un *design* de recherche, qui est communiqué au lecteur de l'étude, permet en effet à l'observateur externe de remonter la « chaîne de preuves » et d'apprécier la solidité de l'argumentation. De cette manière, beaucoup plus qu'un simple plan de travail, la description de la démarche établit une suite logique, liant les questions de recherche aux résultats (Yin, 1994). Par ailleurs, une réplication de l'approche sur d'autres cas est facilitée, notamment en vue d'une comparaison ultérieure des résultats. Ces arguments justifient alors l'effort, qui consiste à codifier d'une manière relativement exhaustive les différentes étapes de l'étude de cas. Ces étapes sont essentiellement au nombre de deux, c'est-à-dire la collecte des données et leur analyse.

Concernant la collecte, la première question qui se pose est celle de la sélection des cas. Comme la séquence exploratoire exige un test de plausibilité de la grille théorique avant tout test supplémentaire, cette sélection obéit surtout à des critères théoriques. C'est-à-dire qu'un cas est retenu, non pas en raison de sa représentativité statistique, mais parce qu'il est susceptible de permettre l'observation directe du plus grand nombre de relations étudiées dans le cadre conceptuel. Le choix des cas d'Usinor est de Thyssen repose alors sur ce critère, qui ne doit pas être confondu avec un échantillonnage statistique. L'inconvénient de cette démarche est cependant que les résultats ne peuvent pas être généralisés à une population plus large. S'il y a généralisation, cette dernière est purement théorique. Il faut donc rigoureusement distinguer entre l'appréciation de la plausibilité d'une grille théorique grâce à

des cas réels, mais ponctuels, en suivant la logique de réplication et l'inférence statistique. On pourra néanmoins espérer que cette théorie fera l'objet de tests sur des populations plus importantes ultérieurement. Une fois les cas déterminés, la validité des données peut être augmentée par la triangulation de sources. Il est alors important de rechercher un haut degré d'exhaustivité par rapport à l'ensemble des informations pertinentes pour la problématique étudiée. Notons que l'encastrement de la trajectoire des cas individuels dans le processus de changement institutionnel au niveau des systèmes nationaux de GE nécessite également le recueil d'informations portant sur l'environnement plus large, à côté des données concernant les cas à proprement parler. La nécessité de la documentation concernant l'évolution de ces différents niveaux d'étude résulte des particularités de la recherche processuelle.

La crédibilité des résultats de l'analyse des données augmente avec sa « mise en risque » potentielle. Dans ce contexte, une méthode d'analyse systématisée contribue à exposer le travail à la critique externe. C'est dans cet esprit qu'est conçue la codification des données qualitatives comme élément central de l'analyse de contenu. La méthode graphique, qui précède la rédaction des protocoles d'analyse, est une aide à l'interprétation supplémentaire dans une optique processuelle. Les protocoles d'analyse, sur lesquels repose la restitution des résultats dans le chapitre 5, contiennent alors le récit des cas, focalisé sur les seules dimensions auxquelles s'intéresse la problématique de recherche, c'est-à-dire notamment la politique de financement et la gouvernance.

L'interaction entre gouvernance et politique de financement dans l'histoire d'Usinor et de Thyssen

L'analyse des études de cas renforce globalement notre confiance dans les orientations théoriques choisies. Ainsi, l'étude du contexte institutionnel de la France et de l'Allemagne illustre l'importance des schémas mentaux partagés dans la détermination des systèmes nationaux de GE. Ces derniers ont, à leur tour, un impact non négligeable sur l'ensemble des sources financières potentiellement à la disposition des firmes dans les deux pays. Pour la France, le cas Usinor en donne une illustration intéressante. En effet, le schéma mental traditionnel dans l'Hexagone accorde à l'Etat un rôle central au sein des mécanismes de GE, comme garant des intérêts de diverses catégories de partenaires de la firme. Ceci se traduit, au niveau du cas Usinor, par une ingérence directe des pouvoirs publics pendant l'après-guerre dans les décisions stratégiques de la sidérurgie, notamment en matière de politique sociale et

de politique des prix. L'Etat impose ainsi des limites directes à l'espace discrétionnaire des dirigeants. Les possibilités d'autofinancement sont de ce fait extrêmement limitées, et les firmes sont contraintes à un recours croissant à l'endettement afin de financer leurs investissements. En 1978, l'Etat procède alors à la quasi-nationalisation d'Usinor et de Sacilor, devenant le premier actionnaire ainsi que la principale source de financement. Des subventions importantes sont en effet destinées à la sidérurgie. Ce cas confirme donc l'importance du système national de GE, façonné par le schéma mental partagé, dans la détermination des possibilités de financement de certaines grandes entreprises. Aussi, lorsque la crise financière s'aggrave à la fin des années 1970, l'Etat apparaît comme l'instance privilégiée pour assurer sa résolution, et, donc, garantir les intérêts des divers *stakeholders*. L'emprise de l'Etat sur les structures de GE est alors renforcée, comme l'illustre la nationalisation formelle du début des années 1980. Cette forte influence de l'Etat sur la gouvernance, qui apparaît comme légitime compte tenu du schéma mental partagé, s'accompagne alors d'apports de fonds publics. Or, ces derniers sont sévèrement limités avec un changement (exogène) des règles du jeu par la commission européenne, qui interdit en effet les subventions. Le financement interne, jusque là inexistant, devient alors une ressource critique pour la survie des entreprises sidérurgiques en France, qui se trouvent quasiment dénuées de toute possibilité de financement externe. De ce fait, les structures de GE se trouvent soumises à une pression sélective importante.

Les changements qui interviennent visent notamment à pourvoir F. Mer, qui arrive en 1986, d'une marge de manœuvre suffisante pour mettre en œuvre sa stratégie censée créer de la valeur. Cette stratégie s'inspire d'un schéma mental individuel, qui est favorable à une gestion qui soit conforme aux exigences de la valeur actionnariale. Aussi, à terme, le dirigeant espère le retour de son groupe sur le marché des capitaux, voyant dans un partenariat avec les investisseurs privés les meilleures opportunités de création de rentes. Avec cette perception de l'efficience relative des mécanismes du marché des capitaux, F. Mer se trouve en phase avec l'évolution de l'idéologie dominante, comme le montre notre analyse des transformations du capitalisme français. Ceci facilite la mise en œuvre de sa stratégie. La trajectoire historique d'Usinor, qui est finalement privatisée en 1995, illustre donc l'effet du schéma mental du dirigeant sur l'évolution des structures de GE. Dans ce contexte, nous rappelons le constat d'un lien direct entre la perception par F. Mer des possibilités de création de valeur et le choix des membres du groupe d'actionnaires stables ainsi que des administrateurs composant l'organe de contrôle dans le cadre de la privatisation. Cette dernière élargit le périmètre des

possibilités de financement externe, notamment grâce à l'accès au marché des capitaux international. Ainsi, nous constatons une forte présence d'investisseurs anglo-saxons au sein de la structure du capital du groupe privatisé. L'influence supposée des modifications des mécanismes de GE sur le périmètre de la politique de financement est donc confirmée par les résultats de l'étude du cas Usinor.

L'évolution de Thyssen et de son environnement institutionnel illustre également l'impact des schémas mentaux sur la gouvernance, qui contraint à son tour le champ de la politique de financement. Ainsi, nous avons pu constater l'influence du schéma mental pluraliste et consensuel, prédominant en Allemagne, sur des dispositions institutionnelles qui facilitent l'accumulation d'importants financements internes. Le cas Thyssen en fournit l'illustration, car D. Spethmann, qui est le dirigeant entre 1973 et 1991, conduit expressément une politique de financement privilégiant le renforcement systématique de la substance et la garantie d'un flux d'autofinancement relativement stable. Grâce à cette politique, le groupe réussit à passer la crise de l'acier du début des années 1990, sans que cette dernière se transforme en crise financière. Les financements générés en interne permettent alors le maintien d'une certaine latitude managériale. En termes d'un éventuel recours à des financements externes, cette latitude est cependant limitée du fait de l'opposition des héritiers Zichy-Thyssen, représentés au conseil de surveillance. Leur départ en 1995 élargit le champ de la politique de financement, fournissant de ce fait un argument empirique supplémentaire en faveur de la grille théorique qui suppose l'influence de l'évolution des structures de GE sur la politique de financement.

Mais, le cadre conceptuel établit également un lien entre financement et gouvernance, qui fait de l'accès aux sources financières un vecteur de la gestion active de l'espace discrétionnaire. L'analyse du cas Usinor montre alors que la latitude managériale n'est pas figée, et que le lien entre gouvernance et politique de financement n'est pas unidirectionnel. Ainsi, notamment le financement interne, consacré au désendettement, a comme objectif l'élargissement systématique de la marge de manœuvre de F. Mer depuis son arrivée. Notons cependant que l'extension de cette dernière apparaît comme étant subordonnée à la stratégie de création et d'appropriation de rentes, dans la mesure où la perception d'opportunités de croissance externe sert d'argument à une gestion flexible des sources de financement, justifiant une augmentation transitoire du niveau d'endettement. Ce point est illustré par l'acquisition du sidérurgiste belge Cockerill-Sambre.

En même temps, cette opération montre que le financement externe, bien que plus contraignant que l'autofinancement libre, peut également conforter la latitude managériale, qui apparaît comme dynamique. Notamment la dépendance d'Usinor vis-à-vis du cycle de l'acier fait d'ailleurs du financement externe un important instrument de mise en œuvre de la stratégie de F. Mer. Conformément au cadre conceptuel, ces financements sont accessibles grâce à une relative proximité des schémas mentaux des investisseurs concernés et du dirigeant. Le poids important des investisseurs anglo-saxons au sein de l'actionnariat du groupe privatisé semble en témoigner. L'effort de transparence, préalablement à l'appel au marché des capitaux internationaux, illustre cependant la nature relativement plus contraignante du financement externe par rapport au financement interne.

La dépendance de la stratégie des dirigeants de Thyssen envers les fonds externes semble traditionnellement plus faible que dans le cas de la sidérurgie française. Ainsi, les subventions de l'Etat n'ont jamais joué le même rôle que chez Usinor et Sacilor. Par ailleurs, contrairement à son homologue français, l'important autofinancement cumulé permet à Thyssen de surmonter la crise de l'acier sans augmentation de capital. La relative stabilité des structures de GE, qui caractérise l'histoire de Thyssen pendant une période étendue, semble indiquer le rôle non négligeable de la facilité d'accès aux ressources internes afin d'alléger la pression en faveur d'un changement des structures de GE. Il existe cependant, en principe, des forces exogènes (à la volonté du dirigeant d'une firme individuelle) favorables à un changement des structures de GE. Ainsi, comme le montre la tentative de prise de contrôle hostile de Krupp sur Thyssen, le schéma mental d'un entrepreneur organisationnel (externe) constitue une source potentielle de changement des structures de GE. Poussé par sa perception des possibilités de création et de répartition de rentes, le dirigeant de Krupp tente en effet d'élargir son espace discrétionnaire en réduisant la latitude managériale de son concurrent, et cela en recourant à un mécanisme de GE traditionnellement étranger au système allemand. Notons qu'un tel élargissement de la latitude de la direction de Krupp semble nécessiter, dans un premier temps, l'appel massif au financement bancaire, qui est disponible grâce à une relative convergence des schémas mentaux. Ce schéma représente une illustration supplémentaire de la plausibilité de la proposition concernant le rôle des financements externes dans la gestion active de l'espace discrétionnaire. L'analyse du rapprochement entre Thyssen et Krupp, qui s'opère finalement par la voie de la négociation, illustre par ailleurs le rôle du schéma mental partagé comme facteur de résistance important aux initiatives d'un

entrepreneur organisationnel individuel. Ainsi, dans le cas Thyssen Krupp, l'idéologie dominante apparaît comme une cause de la dépendance de sentier, les changements des structures de GE s'opérant sur un mode plus proche du modèle consensuel que l'OPA hostile.

La tentative d'OPA hostile de Krupp aura cependant laissé des traces dans les annales du capitalisme allemand. Ainsi, certains observateurs la qualifient de précédent, susceptible de contribuer à l'évolution observable des mentalités outre-Rhin. Le changement graduel du schéma mental partagé n'est alors pas sans effet sur le processus de changement du système de GE, comme le montre notre analyse de la dynamique des institutions de la gouvernance en Allemagne. Notamment, certains acteurs (comme les responsables des grandes banques) voient des opportunités intéressantes grâce à un éventuel recours à des capitaux anglo-saxons. Pour une entreprise comme Thyssen Krupp, l'urgence d'un tel engagement sur le marché américain semble cependant modérée du fait de l'importance des ressources internes. Ceci constitue une différence majeure avec le cas Usinor, où les actionnaires étrangers occupent déjà une place importante, conformément à une des caractéristiques du système français, qui a souvent été qualifié de « capitalisme sans capitaux », mais qui, depuis une quinzaine d'années, a subi des transformations significatives. De par l'exigence d'une catégorie nouvelle d'investisseurs, la dépendance envers les financements externes constitue donc une des forces à l'origine du changement des mécanismes de GE, conformément à la grille théorique.

Ce résumé des politiques financières d'une grande entreprise en France et d'une autre en Allemagne permet d'apprécier la pertinence de la grille théorique reliant politique de financement et changements des structures de GE dans différents environnements institutionnels en relation avec deux processus réels. A l'issue de cette analyse, la relation apparaît comme véritablement dynamique et interactive. Dans ce contexte, les schémas mentaux entrepreneuriaux et partagés augmentent notre capacité à expliquer le sens de la trajectoire suivie par le couple gouvernance / politique de financement au cours du temps.

La portée des résultats

La convergence des observations empiriques avec les propositions théoriques confirme globalement la plausibilité de ces dernières. Une des conséquences majeures de cette conclusion est la confirmation du rôle important joué, à différents niveaux, par les schémas

mentaux. En effet, l'étude des décisions de financement gagne en profondeur par un examen des orientations stratégiques du dirigeant, façonnées par sa perception subjective des opportunités de création et d'appropriation de rentes. Ces opportunités dépendent en partie de l'environnement institutionnel, qui évolue en fonction du schéma mental partagé. Ce dernier est alors un frein potentiel à l'ampleur des modifications visées par un dirigeant, qui joue le rôle de l'entrepreneur organisationnel. La dépendance de sentier qui en résulte est ainsi responsable d'un certain nombre de régularités de la politique de financement à l'intérieur d'un système de GE particulier et pendant une période donnée. Les choix de financement se trouvent alors affectés par les ajustements induits par l'interaction dynamique de quatre facteurs, à savoir le schéma mental individuel, les structures (locales) de gouvernance, le schéma mental partagé et le système de GE. L'intégration, pour expliquer la politique de financement, des implications du postulat de la rationalité procédurale fait apparaître les différences de politiques de financement, constatées dans l'espace et dans le temps, comme le résultat d'actions qui tendent vers des équilibres multiples et transitoires. Ces équilibres résultent de l'absence d'une référence absolue en termes d'efficience ; aux mieux on peut atteindre l'efficience au second degré. En l'absence d'une telle « référence absolue », nous devons alors examiner les « références subjectives » des acteurs, fortement conditionnées par l'idéologie dominante, afin de capter la logique des choix de financement. De cette façon, nous pouvons espérer parvenir à une meilleure compréhension des régularités existant à l'intérieur de chaque système de GE. Il ne faut cependant pas confondre régularités et prédétermination structurelle de la politique de financement. En effet, nous avons également montré que, malgré certaines régularités, le dirigeant possède de la latitude, étant capable de rompre avec les traditions nationales. Cette latitude est une cause endogène de l'évolution institutionnelle.

Relativement denses au niveau des trajectoires particulières des deux groupes étudiés, les résultats empiriques de notre étude concernant le processus de rétroaction d'une stratégie locale sur le système de GE englobant restent cependant relativement limités. En effet, tout en constatant les limites imposées par le cadre institutionnel au dirigeant, nous observons surtout l'interaction des structures locales de GE avec la politique de financement. Ainsi, les mécanismes précis liant le choix d'un mécanisme de gouvernance local à son institutionnalisation au sein d'un système plus large restent à être explorés.

Plus globalement, le test de cohérence d'une grille théorique, qui se situe au niveau de la séquence exploratoire du processus scientifique, ne permet pas de généralisation statistique. Compte tenu de l'attention relativement récente portée au type d'approche que nous préconisons pour expliquer la dynamique de la politique de financement, des études de cas approfondies, bien que partielles, constituent néanmoins un apport non négligeable. Une des limites majeures de notre travail est alors le fait que ce que nous gagnons en profondeur (théorique et descriptive), nous le perdons en largeur (statistique). Pour cette raison, entre autres, nous avons cherché à augmenter le potentiel d'une réplication des résultats sur d'autres cas. C'est aussi dans ce but que la méthode d'analyse a été rendue la plus explicite possible.

Perspectives

Rappelons que nous avons choisi d'étudier la dynamique de la politique de financement à l'intérieur de deux systèmes de GE nationaux distincts. Ce choix se justifie par la thèse, selon laquelle les règles du jeux, qui contraignent la latitude managériale, sont déterminées à différents niveaux. Conformément à cette idée, les études de cas sur Usinor et Thyssen permettent d'illustrer l'impact effectif du cadre institutionnel englobant sur l'ensemble des mécanismes de GE ainsi que sur le champ de la politique de financement. Dans ce contexte, nous avons vu que les systèmes de GE français et allemand subissent des transformations plus ou moins marquées. Une question importante qui se pose dans ce contexte est alors celle de l'évolution future des systèmes. Il apparaît *a priori* difficile, voire impossible, de donner une réponse définitive à cette interrogation. Notre étude contient néanmoins un certain nombre d'éléments permettant d'asseoir des hypothèses à ce sujet. Ainsi, le recours croissant aux fonds d'origine anglo-saxonne sur le marché des capitaux apparaît comme un facteur potentiel de convergence de certains attributs des systèmes nationaux de GE. En France aussi bien qu'en Allemagne, une modification des pratiques de gouvernance est en effet justifiée par les conditions d'accès au marché des capitaux.

Concernant ces conditions au niveau international, les responsables de certains fonds de pension anglo-saxons, qui investissent des montants considérables en actions, se révèlent être de véritables entrepreneurs institutionnels, militant pour la mise en place de ce qu'ils considèrent comme le standard d'une « bonne » gouvernance. La comparaison d'Usinor et de Thyssen montre que la facilité, avec laquelle certains types d'investisseurs peuvent imposer de nouvelles pratiques en termes de GE, dépend partiellement du besoin qu'ont les entreprises

à recourir à un nouveau financement externe. Plus ce besoin est urgent, plus la pression pour un ajustement des structures de gouvernance est vraisemblablement forte, et plus le statut de la politique de financement comme véhicule potentiel du changement institutionnel se concrétise. Mais, même en l'absence d'une telle pression immédiate, l'évolution des schémas mentaux peut induire la perception d'un gain d'efficience grâce au recours à des sources financières traditionnellement peu utilisées. Dans ce contexte, la tendance évolutive vers la sélection d'un niveau d'efficience (perçu) supérieur est susceptible d'entraîner des changements du système de GE, malgré l'absence d'un manque de ressources financières à court terme. Or, l'accessibilité de ces fonds externes, censés renforcer la latitude managériale future, implique des exigences particulières en termes de structures d'incitation et de contrôle.

Tout en identifiant l'internationalisation croissante du marché financier comme un vecteur potentiel de la convergence de certains attributs des systèmes de GE, il faut cependant se garder d'en déduire hâtivement la supériorité absolue et définitive d'un système particulier, sur lequel devraient s'aligner tous les autres. Ainsi, la dépendance de sentier est susceptible d'être la cause de la persistance, au moins temporaire, de certaines particularités nationales. Par ailleurs, même si à un certain moment un système de GE particulier semble dominer les autres en termes d'efficience, l'équilibre qu'il décrit peut, à son tour, être dominé ultérieurement. Une des causes potentielles d'un tel changement de l'efficience relative est l'invention de nouvelles pratiques de GE grâce à un schéma mental entrepreneurial. Par conséquent, bien qu'actuellement des arguments anglo-saxons fondés sur le schéma de la valeur actionnariale trouvent une certaine résonance en France et en Allemagne, on ne peut pas en déduire que les systèmes de GE de ces deux pays vont s'aligner parfaitement et durablement sur le capitalisme américain. Ceci supposerait en effet l'existence d'une référence absolue en matière d'efficience, chose impossible dans un monde où les acteurs sont supposés être pourvus d'une rationalité seulement procédurale. Ainsi, le système de GE américain ne constitue pas une réalité statique non plus, mais évolue sous l'action des entrepreneurs organisationnels. Ces derniers conçoivent théoriquement leur stratégie en fonction des possibilités de peser sur les conditions de création et d'appropriation de rentes, comme le montre la philosophie de certains investisseurs institutionnels, soucieux d'offrir à leurs propres investisseurs externes une rentabilité importante.

Notons aussi que l'accent que nous mettons dans ce travail sur la comparaison de deux pays suppose *a priori* la pertinence des institutions nationales dans la détermination des

systèmes de GE. Or, l'importance croissante des multinationales est susceptible de mettre en cause le rôle des règles du jeu d'un pays particulier dans la délimitation de l'espace discrétionnaire du dirigeant. De par la possibilité d'un arbitrage entre les sources de financement localisées dans plusieurs pays, le champ de la politique de financement de ce type d'entreprise se trouve potentiellement modifié par rapport aux firmes, pour lesquelles les limites nationales continuent à exercer une influence forte. L'internationalisation apparaît ainsi comme un levier potentiel de la gestion active de la latitude managériale, que nous n'avons pas approfondi. Au-delà des frontières nationales, assistera-t-on peut-être au développement d'un nouveau système de GE, propre aux multinationales ? Et, si tel est le cas, comment peut-on expliquer la politique de financement à l'intérieur d'un tel cadre institutionnel ?

Les résultats du présent travail de recherche nous rendent confiants en la capacité des concepts théoriques utilisés à fonder des propositions pertinentes en réponse à ces questions. Des investigations dans cette direction dépassent cependant les objectifs initiaux de la présente recherche, dont elles sont des prolongements potentiels. Un autre prolongement consisterait en l'étude de la politique d'investissement, afin d'aboutir à une compréhension plus fine des conditions de création de valeur. Ainsi, la théorie du GE possède des domaines d'application étendus. Nous avons tenté de montrer son potentiel explicatif pour améliorer la compréhension de la dynamique du financement des grandes entreprises en France et en Allemagne. Dans la mesure où la grille théorique explique, d'une manière plausible, l'interaction entre politique de financement et gouvernance au cours de la trajectoire historique d'Usinor et de Thyssen, nous pensons avoir répondu à nos objectifs initiaux.

Bibliographie

Albert M. (1991), *Capitalisme contre capitalisme*, Paris, Seuil Points.

Alchian A . (1950), « Uncertainty, Evolution, and Economic Theory », *Journal of Political Economy*, vol. 58, no. 3, p. 211-221.

Alchian A. et Demsetz H. (1972), « Production, Information Costs, and Economic Organization », *The American Economic Review*, vol. LXII, no. 5, p. 777-795.

Aoki M. (1995), « The Japanese Firm as a System of Attributes : A Survey and Research Agenda », *Revue d'Economie Industrielle*, no. exceptionnel, p. 83-108.

Banque de France (1995), « Statistiques monétaires et financières annuelles », *Bulletin de la Banque de France*, hors série.

Barzel Y. (1989), *Economic Analysis of Property Rights*, Cambridge, Cambridge University Press.

Batsch L. (1995), « La régie d'entreprise : une approche comparative », *FINÉCO*, vol. 5, nos. 1 et 2, p. 45-66.

Baums T. (1992), « Corporate Governance in Germany : The Role of the Banks », *The American Journal of Comparative Law*, vol. 40, no. 2, p. 503-526.

Berglöf E. (1990), « Capital Structure as a Mechanism of Control : A Comparison of Financial Systems », in Aoki M. et al. (éd.), *The Firm as a Nexus of Treaties*, London, SAGE, p. 237-262.

Berglöf E. (1997), « Reforming Corporate Governance : Redirecting the European Agenda », *Economic Policy*, April, p. 92-123.

Berle A. et Means G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace & World, nouvelle édition : New Brunswick NJ, Transaction Publishers, 1991.

Bertelsmann Stiftung et Hans-Böckler-Stiftung, éd. (1998), *Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen – Bilanz und Perspektiven*, Gütersloh, Verlag Bertelsmann Stiftung.

Bertin-Mourot B. et Bauer M. (1996), « Vers un modèle européen de dirigeants ? Une comparaison Allemagne/France/Grande-Bretagne », *Problèmes économiques*, no. 2.482, p. 18-26.

Bonardi J.-P. (1998), « Le marché et l'entrepreneur : l'apport de l'école autrichienne », in Laroche H. et Nioche J.-P. (éd.), *Repenser la stratégie – Fondements et perspectives*, Paris, Vuibert, p. 277-298.

Boudon R. (1977), *Effets pervers et ordre social*, Paris, PUF, 2ème éd., 1993.

Boudon R. (1995), *Le juste et le vrai*, Paris, Fayard.

Boudon R. (1999), *Le sens des valeurs*, Paris, Quadrige/PUF.

Bundesgesetzblatt (1998), « Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) », *Bundesgesetzblatt*, 1998 Teil I Nr. 24, Bonn (30/04/98), p. 786-794.

Castanias R. et Helfat C. (1991), « Managerial Resources and Rents », *Journal of Management*, vol. 17, no. 1, p. 155-171.

Castanias R. et Helfat C. (1992), « Managerial and Windfall Rents in the Market for Corporate Control », *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 18, p. 153-184.

Charreaux G. (1997) a, « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », in Charreaux G. (éd.), *Le Gouvernement des Entreprises*, Paris, Economica Recherche en Gestion, p. 421-469.

Charreaux G. (1997) b, « Le statut du dirigeant dans la recherche sur le gouvernement des entreprises », in Charreaux G. (éd.), *Le Gouvernement des Entreprises*, Paris, Economica Recherche en Gestion, p. 471-493.

Charreaux G. (1997) c, « L'entreprise publique est-elle nécessairement moins efficace ? », *Revue Française de Gestion*, septembre-octobre, p. 38-56.

Charreaux G. (1999), « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures ... », in Koenig G. (éd.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIè siècle*, Paris, Economica, p. 61-141.

Charreaux G. et Desbrières P. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, no. 2, p. 57-88.

Coase R. (1937), « The Nature of the Firm », *Economica*, traduction française : « La nature de la firme », *Revue Française d'Economie* (1987), hiver, p. 133-163.

Conseil National du Crédit et du Titre (1999), *Le financement de l'entreprise*, CNCT, janvier.

Corbett J. et Jenkinson T. (1996), « The Financing of Industry, 1970-1989 : An International Comparison », *Journal of the Japanese and International Economies*, 10, p. 71-96.

Cornell B. et Shapiro A.C. (1987), « Corporate Stakeholders and Corporate Finance », *Financial Management*, vol. 16, no. 1, p. 5-14.

Crozier M. et Friedberg E. (1977), *L'acteur et le système*, Paris, Seuil.

Dann L. et De Angelo H. (1988), « Corporate Financial Policy and Corporate Control[,] A Study of Defensive Adjustments in Asset and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 20, p. 87-127.

Da Rin M. (1996), « Understanding the Development of the German Kreditbanken, 1850-1914 : An Approach from the Economics of Information », *Financial History Review*, 3, p. 29-47.

De Angelo H. et De Angelo L. (1998), « Ancient Redwoods and the Politics of Finance : The Hostile Takeover of the Pacific Lumber Company », *Journal of Financial Economics*, 47, p. 3-53.

Denzau A. et North D. (1994), « Shared Mental Models, Ideologies and Institutions », *Kyclos*.

Edwards J. et Fischer K. (1994), *Banks, Finance and Investment in Germany*, Cambridge, Cambridge University Press.

Eglau H. O. (1989), *Wie Gott in Frankfurt, die Deutsche Bank und die deutsche Industrie*, Düsseldorf, ECON.

Eisenhardt K. (1989), « Building Theories from Case Study Research », *Academy of Management Review*, vol. 14, no. 4, p. 532-550.

Engelhard J. et Eckert S. (1999), « The Ownership Structure of Large German Corporations : Towards an Increasing Denationalization ? », *in* Urban S., éd., *Relations of Complex Organizational Systems*, Wiesbaden, Gabler.

Fama E. (1990), « Contract Costs and Financing Decisions », *Journal of Business*, vol. 63, no. 1, p. 71-91.

Franks J. et Mayer C. (1990), « Capital Markets and Corporate Control : a Study of France, Germany and the UK », *Economic Policy*, 10, p. 191-231.

Franks J. et Mayer C. (1997), « Corporate Ownership and Control in the U.K., Germany, and France », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9, no. 4, p. 30-45.

Friedberg E. (1993), *Le pouvoir et la règle*, Seuil, 2ème édition : Seuil Points, 1997.

Garvey G. et Hanka G. (1999), « Capital Structure and Corporate Control : The Effect of Antitakeover Statutes on Firm Leverage », *The Journal of Finance*, vol. LIV, no. 2, p. 519-546.

Garvey G. et Swan P. (1994), « The Economics of Corporate Governance : Beyond the Marshallian Firm », *Journal of Corporate Finance*, 1, p. 139-174.

Gerum E., Steinmann H. et Fees W. (1988), *Der mitbestimmte Aufsichtsrat*, Stuttgart, Poeschel Verlag.

Ghoshal S. et Moran P. (1996), « Bad for Practice : A Critique of the Transaction Cost Theory », *Academy of Management Review*, vol. 21, no. 1, p. 13-47.

Gottschalk A. (1988), « Der Stimmrechtseinfluß der Banken in den Aktionärsversammlungen von Großunternehmen », *WSI-Mitteilungen*, 5, p. 294-304.

Hairault J.-O. et Portier F. (1991), « Dix ans d'intermédiation financière en France », *Revue d'Economie Financière*, no. 16, printemps, p. 63-77.

Harris M. et Raviv A. (1990), « Capital Structure and the Informational Role of Debt », *The Journal of Finance*, vol. XLV, no. 2, p. 321-349.

Harris M. et Raviv A. (1991), « The Theory of Capital Structure », *The Journal of Finance*, vol. XLVI, no. 1, p. 297-355.

Hauck M. (1993), « The Equity Market in Germany and its Dependency on the System of Old Age Provisions », in Baums T. et *al.*, éd., *Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlin, de Gruyter, p. 555-564.

Hayek F. A. (1973), *Droit, législation et liberté*, tome 1 : « Règles et ordre », Paris, Quadrige/PUF.

Hill C. et Jones T. (1992), « Stakeholder-Agency Theory », *Journal of Management Studies*, 29 :2, p. 131-154.

Hirigoyen G. et Caby J. (1998), « Histoire de la valeur en finance d 'entreprise », *Actes des XIVèmes Journées nationales des IAE*, tome 1, Nantes, p. 133-174.

Hirsch P. Lounsbury M. (1996), « Rediscovering Volition : The Institutional Economics of Douglass C. North », *Academy of Management Review*, vol. 21, no. 3, p. 872-884.

Jenkinson T. et Ljungqvist A. (1997), « Hostile Stakes and the Role of Banks in German Corporate Governance », Papier de recherche, Oxford University.

Jensen M. (1983), « Organization Theory and Methodology », *The Accounting Review*, vol. LVIII, no. 2, p. 319-339.

Jensen M. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *The American Economic Review*, vol. 76, no. 2, p. 323-329.

Jensen M. (1993), « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *The Journal of Finance*, vol. XLVIII, no. 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. (1994), « The Nature of Man », *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer, 38 p.

Jones T. (1995), « Instrumental Stakeholder Theory : A Synthesis of Ethics and Economics », *Academy of Management Review*, vol. 20, no. 2, p. 404-437.

Langley A. (1997), « L'étude des processus stratégiques : défis conceptuels et analytiques », *Management international*, vol. 2, no. 1, p. 37-50.

Lannoo K. (1994), « Le gouvernement d'entreprise en Europe », *Revue d'économie financière*, no. 31, hiver, p. 159-182.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1997), « Legal Determinants of External Finance », NBER working paper 5879.

Leland H. et Pyle D. (1977), « Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation », *The Journal of Finance*, vol. XXXII, no. 2, p. 371-387.

Le Monde (27 et 28 juin 1999), « Forcing de la Banque de France pour un accord entre la BNP, SG et Paribas ».

Les Echos (16 nov.- 21 nov. 1998), *L'exception française*, enquête spéciale.

Les Echos (24 nov. 1998), « La Deutsche Bank confirme son intérêt pour l'achat de l'américain Bankers Trust ».

Les Echos (7 déc.- 10 déc. 1998), *Le planisphère*, enquête spéciale.

Les Echos (1 juillet 1999), « Une nouvelle époque ».

Lesourne J. (1998), *Le modèle français, grandeur et décadence*, Paris, Odile Jacob.

Liouville J. (1994), « L'Allemagne à l'abri des raiders ? », *Revue française de gestion*, novembre-décembre, p. 30-42.

Manager Magazin (octobre 1998), « Ende einer Ära », p. 14-17.

Manager Magazin (août 1999), « Gefangene des Systems », p. 37-45.

Miles M. et Huberman A. M. (1994), *Qualitative Data Analysis*, 2ème édition, Thousand Oaks, Sage.

Milgrom P. et Roberts J. (1990), « Bargaining Costs, Influence Costs, and the Organization of Economic Activity », in Alt J. et Shepsle K. (éd.), *Perspectives on Positive Political Economy*, Cambridge, Cambridge University Press, p. 57-89.

Milgrom P. et Roberts J. (1992), *Economics, Organization and Management*, Englewood Cliffs NJ, Prentice-Hall.

Miller G. (1996), « Finance and the Firm », *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 152, p. 89-107.

Müller-Stewens G. (1991), « Das Bedrohungspotential durch feindliche Übernahmen – auch eine Chance für deutsche Unternehmen ? », *Die Betriebswirtschaft*, vol. 51, no. 1, p. 113-116.

Myers S. et Majluf N. (1984), « Corporate Financing and Investment Decisions[,] When Firms Have Information that Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, 13, p. 187-221.

Nekhili M. (1998), « Le mode de gouvernement des entreprises japonaises : un modèle à suivre ? », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, no. 4, p. 63-82.

Nelson R. et Winter S. (1982), *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge MA, Belknap Press of Harvard University Press.

Nolte C. et Leber H. (1990), « Feindliche Unternehmensübernahmen – eine Gefahr für deutsche Unternehmen ? », *Die Betriebswirtschaft*, vol. 50, no. 5, p. 573-585.

North D. (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge, Cambridge University Press.

North D. (1993), « Five Propositions about Institutional Change », *Papier de recherche*, Center for the Study of Political Economy, Washington University, St. Louis.

North D. (1994), « Institutional Change : A Framework of Analysis », *Papier de recherche*, Center for the Study of Political Economy, Washington University, St. Louis.

OCDE (1995), *Etudes économiques de l'OCDE : France*, Paris, Les Editions de l'OCDE.

OCDE (1996), *Statistiques financières de l'OCDE 3e partie : Comptes des entreprises non financières*, Paris, Les Editions de l'OCDE.

Paquerot M. (1996) a, « Stratégies d'enracinement des dirigeants et prises de contrôle d'entreprises », Thèse, Dijon.

Paquerot M. (1996) b, « L'enracinement des dirigeants et ses effets », *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, p. 212-225.

Pettigrew A. (1997), « What Is a Processual Analysis ? », *Scandinavian Journal of Management*, vol. 13, no. 4, p. 337-348.

Petit M. (1998), « Déclin des performances, pressions et restructurations dans l'environnement des noyaux durs », *Actes du Congrès International de Finance AFFI 98*, Lille.

Peyrelevade J. (1998), *Le corporate governance ou les fondements incertains d'un nouveau pouvoir*, Notes de la Fondation Saint-Simon.

Popper K. (1994), *Alles Leben ist Problemlösen*, Munich, Piper, 8ème éd., 1996.

Porter M. (1992), « Capital Disadvantage : America's Failing Capital Investment System », *Harvard Business Review*, September-October, p. 65-82.

Rajan R. et Zingales L. (1995), « What Do We Know about Capital Structure ? Some Evidence from International Data », *The Journal of Finance*, vol. L, no. 5, p. 1421-1460.

Rajan R. et Zingales L. (1998), « Debt, Folklore, and Cross-Country Differences in Financial Structure », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 10, no. 4, p. 102-107.

Ravid S. et Sudit E. (1994), « Power Seeking Managers, Profitable Dividends and Financing Decisions », *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 25, p. 241-255.

Roberts P. et Greenwood R. (1997), « Integrating Transaction Cost and Institutional Theories : Toward a Constrained-Efficiency Framework for Understanding Organizational Design Adoption », *Academy of Management Review*, vol. 22, no. 2, p. 346-373.

Roe M. (1999), « Political Preconditions to Separating Ownership from Control : The Incompatibility of the American Public Firm with Social Democracy », papier de recherche, Columbia Law School.

Schilling W. U. (1997), « Takeover, Treupflicht & Shareholder Value », *Betriebs-Berater*, Heft 38, p. 1909-1913.

Schmidt V. (1996), *From State to Market ? – The Transformation of French Business and Government*, Cambridge, Cambridge University Press.

Schneider-Lenné E. (1994), « The Role of the German Capital Markets and the Universal Banks, Supervisory Boards, and Interlocking Directorships », in Dimsdale et Prevezer, *Capital Markets and Corporate Governance*, p. 284-305.

Schumpeter J. (1939), *Business Cycles – A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, Volume I, New York et Londres, McGraw-Hill.

Shleifer A. et Vishny R. (1989), « Management Entrenchment – The Case of Manager-Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, 25, p. 123-139.

Shleifer A. et Vishny R. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *The Journal of Finance*, p. 737-783.

Simon H. (1982), « From Substantive to Procedural Rationality », in Simon H. (éd.), *Models of Bounded Rationality*, Volume 2 : « Behavioral Economics and Business Organization », Cambridge, Ma, MIT Press, p. 129-148.

Simon H. (1983), *Reason in Human Affairs*, Stanford, CA, Stanford University Press.

Stengers I. (1995), *L'invention des sciences modernes*, Paris, Flammarion.

Stulz R. (1990), « Managerial Discretion and Optimal Financing Policies », *Journal of Financial Economics*, 26, p. 3-27.

Tunc A. (1994), « Le gouvernement des sociétés anonymes – le mouvement de réforme aux Etats-Unis et au Royaume-Uni », *R.I.D.C. 1-1994*, p. 59-72.

Tunc A. (1996), « Le rapport Viénot sur le conseil d'administration des sociétés cotées », *R.I.D.C. 3-1996* p. 647-655.

Uebbing H. (1991), *Wege und Wegmarken, 100 Jahre Thyssen*, Berlin, Siedler.

Viénot M. (1995), *Le Conseil d'Administration des Sociétés Cotées*, CNPF, AFEP.

Vromen J. (1995), *Economic Evolution, an Enquiry into the Foundations of New Institutional Economics*, Londres, Routledge.

Walsh J. (1995), « Managerial and Organizational Cognition : Notes from a Trip Down Memory Lane », *Organization Science*, vol. 6, no. 3, p. 280-321.

Williamson O. E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press.

Williamson O. E. (1988), « Corporate Finance and Corporate Governance », *The Journal of Finance*, vol. XLIII, no. 3, p. 567-591.

Williamson O. E. (1991) a, « Comparative Economic Organization : The Analysis of Discrete Structural Alternatives », *Administrative Science Quarterly*, vol. 36, no. 2, p. 269-296.

Williamson O. E. (1991) b, « Strategizing, Economizing, and Economic Organization », *Strategic Management Journal*, vol. 12, special issue, p. 75-94.

Wirtz P. (1999), « Evolution institutionnelle, schémas mentaux et gouvernement des entreprises : le cas Krupp-Thyssen », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, no. 1, p. 117-143.

Wolff R. (1996), *Deutsche Aktiengesellschaften 96/97*, C. H. Beck.

Yin R. (1994), *Case Study Research, Design and Methods*, 2ème édition, Thousand Oaks, Sage.

Yoshimori M. (1995), « Whose Company Is It ? The Concept of the Corporation in Japan and the West », *Long Range Planning*, vol. 28, no. 4, p. 33-44.

Zinn K. G. (1992), *Soziale Marktwirtschaft : Idee, Entwicklung und Politik der bundesdeutschen Wirtschaftsordnung*, Mannheim, BI-Taschenbuch Verlag.

Zwiebel J. (1996), « Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment », *The American Economic Review*, vol. 86, no. 5, p.1197-1215.

Articles de presse cités lors de l'analyse des cas :

AFP (19/09/1986), « Sidérurgie : remise des compteurs à zéro pour Usinor et Sacilor ; les actionnaires privés d'Usinor et Sacilor mis à contribution ;le commentaire du ministère de l'Industrie ».

Agefi (02/09/1986), « M. Francis Mer sera le nouveau patron de la sidérurgie française ».

Agefi (22/09/1986), « La reconstitution des fonds propres d'Usinor et de Sacilor pénalise les porteurs privés ».

Agefi (26/05/1995), « Usinor-Sacilor sur la bonne voie ».

Agefi (10/06/1996), « Usinor Sacilor : des résultats en baisse en 1996 ».

Challenges (juillet/août/1995), « La saga de l'acier ».

Die Zeit (18/04/1997), « Konsens ist kein Schimpfwort ».

Financial Times (27/11/1991), « Commission likely to clear bank's stake in steelmaker ».

Financial Times (26/06/1995), « Generous pricing likely for Usinor Sacilor Floatation ».

Frankfurter Allgemeine Zeitung (19/11/1997), « Die offene Führungsfrage bedroht die Krupp-Thyssen-Fusion ».

Frankfurter Allgemeine Zeitung (16/10/1998), « Usinor wird zum größten Stahlhersteller in Europa ».

Handelsblatt (24/03/1986), « Hauptversammlung der Thyssen AG ; Thyssen-Hauptversammlung ».

Handelsblatt (30/03/1987), « Thyssen-Hauptversammlung ».

Handelsblatt (04/02/1988), « Thyssen AG ».

Handelsblatt (11/10/1988), « Thyssen-Konzern ».

Handelsblatt (02/02/1989), « Thyssen AG ; Thyssen ».

Handelsblatt (25/01/1990), « Thyssen ».

Handelsblatt (23/05/1990), « Thyssen AG ».

Handelsblatt (27/08/1990), « Thyssen AG ».

Handelsblatt (17/12/1990), « Thyssen AG ».

Handelsblatt (31/01/1991), « Dieter Spethmann kehrt Thyssen nicht ohne Groll den Rücken ».

Handelsblatt (22/03/1991), « Wachwechsel bei Thyssen ; Thyssen HV ».

Handelsblatt (29/01/1992), « Thyssen AG ».

Handelsblatt (27/11/1992), « Thyssen AG ; Thyssen-Chef Kriwet macht das Schiff sturmfest ».

Handelsblatt (01/02/1995), « Thyssen AG ».

Handelsblatt (19/09/1995), « Rechnungslegung X / Thyssen plant vorerst kein Listing in New York ».

Handelsblatt (25/03/1996), « Thyssen AG ».

Handelsblatt (17/03/1997), « Thyssen AG ».

Handelsblatt (19/03/1997), « Ruhrindustrie / Beschäftigte legen die Arbeit nieder und bedrängen Krupp-Chef Cromme ; Krupp/Thyssen ; Analysten ».

Handelsblatt (24/04/1997), « Reaktion des Vorstands ist der Lackmustest ».

Handelsblatt (12 et 13/03/1999), « Usinor streicht 3000 Stellen ».

Journal des Finances (17/06/1995), « Usinor privatisé à un prix attractif ».

La Croix (03/09/1986), « Charbon-acier : les hommes du repli ; sidérurgie : Francis Mer jeté à l'eau ».

La Tribune (02/09/1986), « La dernière ligne droite ».

La Vie Française (08-14/09/1986), « Un patron pour 'une' sidérurgie ».

Le Figaro (30/08/1986), « Usinor-Sacilor : changements à pas de loup ».

Le Figaro (03/09/1986), « Claude Dollé : l'adieu aux cadres ».

Le Figaro (22/09/1986), « Les spéculateurs piégés par ... Raymond Devos ».

Le Figaro (07/06/1995), « Usinor-Sacilor : la stratégie du 'tout acier' ; le handicap d'une valeur 'cyclique' ».

Le Figaro (28/04/1997), « Usinor : l'après-Sacilor ».

Le Monde (04/09/1986), « M. Francis Mer : un jeune stratège ».

Le Monde (05/09/1986), « La concentration de la sidérurgie française arrive à son terme ».

Le Monde (08/06/1995), « Francis Mer conduira la privatisation du groupe sidérurgique Usinor-Sacilor ».

Le Nouvel Economiste (29/08/1986), « Le changement dans la continuité ».

Le Nouvel Economiste (05/09/1986), « Les chirurgiens du charbon-acier ».

Le Point (08-14/09/1986), « Le leader de la semaine ».

Le Quotidien (03/09/1986), « Sidérurgie : un patron dans l'étau de l'acier ».

Les Echos (16/01/1986), « Sidérurgie : La dénationalisation n'est pas pour demain ».

Les Echos (02/09/1986), « L'Etat place les hommes qui devront gérer la récession ; sidérurgie : un seul patron pour deux entreprises ».

Les Echos (04/09/1986), « Sidérurgie : ni plan, ni fusion ».

Les Echos (27/06/1995), « L'Etat propose Usinor Sacilor à un prix d'ami ; interview avec F. Mer ; le sidérurgiste doit se désendetter et s'internationaliser davantage ».

Les Echos (24/09/1997), « Usinor veut reprendre l'offensive à l'international ».

Les Echos (24 et 25/10/1997), « L'Etat sort totalement du capital d'Usinor pour 2,1 milliards de francs ».

L'Usine Nouvelle (04/09/1986), « Sidérurgie : les grandes manœuvres commencent ».

Manager Magazin (01/06/1988), « Thyssen, Der Gönner läßt grüßen ».

Manager Magazin (01/03/1989), « Thyssen, Sonnenkönig an der Ruhr ».

Manager Magazin (01/04/1991), « Ein Fall für zwei ».

Manager Magazin (01/10/1991), « Die neue Offenheit ».

Manager Magazin (01/09/1995), « Thyssen, Flucht vor dem Fiskus ».

Manager Magazin (01/10/1995), « Schweres Erbe ».

Manager Magazin (01/08/1998), « Freundliche Übernahme ».

Wall Street Journal (21/06/1995), « Usinor Shares Hold Promise For Investors in Short Term ».

WirtschaftsWoche (04/12/1997), « Kreide fressen ».

Autres documents cités lors de l'analyse des cas :

Thyssen (1986/87 – 1996/97), *Geschäftsberichte* (Rapports annuels).

Thyssen Krupp (octobre 1998), *Verschmelzung der Thyssen Aktiengesellschaft und der Fried. Krupp AG Hoesch-Krupp zur Thyssen Krupp AG* (Rapport de fusion).

Usinor (1986 – 1990, 1992, 1993, 1995-1997), Rapports annuels.

Usinor (juin 1995), Document de référence de la privatisation, No. de la COB : R 95-049.

Liste des figures et des tableaux

Figure 1 :	Financement à long terme des entreprises françaises	001
Figure 2 :	Financement à long terme des entreprises allemandes	002
Figure 3 :	Comparaison des taux de financement interne (flux) des entreprises françaises et allemandes	003
Figure 4:	Lien dynamique entre GE et politique financière	024
Figure 5:	Explication des choix de financement par les théories de l'agence et des coûts de transaction	073
Figure 6:	GE, recherche de rentes, création de valeur et financement – le cas inefficient du point de vue de la valeur actionnariale	086
Figure 7:	Les différents sens de la causalité entre GE et politique de financement	135
Figure 8:	Possible trajectoire d'une firme dans le temps	137
Figure 9:	GE et politique de financement – ébauche d'un cadre conceptuel	145
Figure 10:	Notre lecture du processus scientifique selon Jensen (1983)	173
Figure 11:	Dynamique du système de GE français	220
Figure 12:	Dynamique du système de GE allemand	227
Figure 13:	Usinor : évolution de la structure de financement à long terme	235
Figure 14:	Chronologie des événements du cas Usinor	236
Figure 15:	Evolution de la latitude managériale de F. Mer en fonction du financement	261
Figure 16:	Thyssen : évolution de la structure de financement à long terme	264
Figure 17:	Chronologie des événements du cas Thyssen	266
Figure 18:	Evolution du cours de l'action Thyssen	274
Figure 19:	Scénario (abandonné) de l'OPA hostile	285

Tableau 1 : Gouvernement des entreprises et intérêts financiers	035
Tableau 2 : Liste des codes pour l'analyse de contenu	199
Tableau 3 : Evolution de la structure de financement à long terme du groupe Usinor et couverture de l'investissement	234

Tableau 4 : Groupe d'actionnaires stables d'Usinor 247
Tableau 5 : Evolution de la composition du conseil d'administration d'Usinor 248
Tableau 6 : Evolution de la structure de financement à long terme du groupe Thyssen et couverture de l'investissement 263
Tableau 7 : Evolution de la structure de contrôle suite à la fusion Thyssen Krupp 273
Tableau 8 : Evolution du conseil de surveillance de Thyssen 278
Tableau 9 : Direction et conseil de surveillance avant et après la fusion Thyssen Krupp 283

Table des matières

INTRODUCTION 001

PARTIE I Gouvernement des entreprises et politique de financement des entreprises dans différents contextes institutionnels – cadre conceptuel 033

Chapitre 1 Le financement des firmes et la contrainte du gouvernement des entreprises 040

Section1 Le financement des entreprises dans la micro-économie financière 040

1.1. Le statut des contraintes dans le choix de financement 041

1.2. Politique de financement et latitude managériale 048

1.3. Politique de financement – quel rôle pour l'environnement institutionnel ? 051

Section 2 Les apports de la théorie de l'agence 052

2.1. Les hypothèses fondamentales des modèles d'agence 053

2.2. Financement et contraintes comportementales 056

2.3. Autofinancement et endettement – l'exemple d'un modèle explicatif de la théorie de l'agence 057

2.4. Théorie de l'agence et évolution 058

2.5. Elargissement de la théorie de l'agence par Hill et Jones (1992) 059

2.6. Approche *stakeholders* et politique de financement 063

Section 3 Les apports de la théorie des coûts de transaction 065

3.1. Les hypothèses fondamentales de la théorie des coûts de transaction 066

3.2. Théorie des coûts de transaction et politique de financement 068

3.3. Limites et extensions du modèle fondamental 069

Section 4 Gouvernement des entreprises et politique de financement – synthèse des principaux apports et limites des théories de l'agence et des coûts de transaction 070

4.1. Le GE comme un ensemble de contraintes de la politique de financement 071

4.2. Les limites d'une vision statique 074

4.3. Les problèmes d'une prise-en-compte superficielle du contexte institutionnel pour la compréhension du financement des entreprises dans différents pays 076

Section 5 Théorie de l'enracinement et politique de financement – vers une vision dynamique 078
5.1. Les fondements de la théorie de l'enracinement 079
5.2. Enracinement et intérêt des actionnaires 082
5.3. Enracinement et rentes managériales 086
5.4. Enracinement et politique de financement 090
5.5. L'importance du contexte institutionnel et des limites cognitives pour la stratégie du dirigeant 093
Chapitre 2 Changement du GE et politique de financement – une causalité double 097
Section 1 L'évolution du GE vue sous l'angle de l'efficience contrainte 098
1.1. Evolution structurelle et efficience contrainte – quelles hypothèses comportementales ? 099
1.2. Système de GE, structures de GE et pôles d'influence du dirigeant 109
1.3. Changement institutionnel et gouvernement de l'entreprise 112
1.3.1. Synthèse de la théorie du changement institutionnel de North 114
1.3.2. Le rôle des schémas mentaux individuels et partagés 116
1.3.3. Cadre institutionnel et système de GE 119
Section 2 Le dirigeant comme entrepreneur organisationnel 121
Section 3 GE, politique de financement et création et répartition de rentes 125
3.1. Espace discrétionnaire du dirigeant et création et répartition de rentes 127
3.2. Schéma mental du dirigeant et opportunités de création et d'appropriation de rentes 131
3.3. La mise en œuvre d'une stratégie portant sur les structures de GE 134
3.3.1. Système de GE et disponibilité de différents types de financement 134
3.3.2. Opportunités de création et d'appropriation de rentes et financement 138
3.3.3. Le schéma mental partagé comme facteur de résistance 140
3.4. Les coûts d'influence : une source potentielle d'inefficience 141
3.5. GE et politique de financement – ébauche d'un cadre conceptuel 144
Section 4 Changement de GE, politique de financement et tradition nationale – propositions théoriques 147
4.1. La nature heuristique des propositions théoriques 148
4.2. Structures de GE et politique de financement – le niveau local 149

4.2.1. Schéma mental individuel du dirigeant et structures de GE 150
4.2.2. Politique de financement et changement des structures de GE 153
4.2.3. Stabilité structurelle et financement 157
4.2.4. Structures de GE et schéma mental partagé 158
4.3.GE, financement et tradition nationale – le cadre englobant 160
4.3.1. Schémas mentaux partagés et systèmes de GE 161
4.3.2. Système de GE national et répertoire des choix de financement 163
PARTIE II Gouvernement des entreprises et politique de financement des entreprises en France et en Allemagne : Les cas d'Usinor et de Thyssen 169
Chapitre 3 Gouvernement des entreprises et politique de financement – Questions de méthodologie 170
Section 1 Vertus et limites de l'étude de cas pour la recherche en finance organisationnelle 171
1.1. Caractéristiques de la démarche scientifique et finance organisationnelle 172
1.2. La nature des données 176
1.3. Etude de cas et « mise à l'épreuve » de la grille théorique 177
Section 2 La validité des données et leur analyse dans l'étude de cas 179
Section 3 Les particularités d'une recherche portant sur les processus 186
Section 4 Usinor et Thyssen – description de la démarche appliquée 190
4.1. Pourquoi Usinor et Thyssen ? 191
4.2. Collecte des données 194
4.2.1. Le contexte institutionnel 194
4.2.2. Les cas 195
4.3. Analyse des données 198
Chapitre 4 Les cas dans leur contexte – Systèmes de GE en France et en Allemagne 201
Section 1 Les schémas mentaux partagés 201
1.1. La France traditionnellement tournée vers l'Etat 201
1.2. L'Allemagne consensuelle 205
Section 2 Les piliers des systèmes de GE traditionnels 209
2.1. GE et puissance publique en France 209
2.2. Le cas Allemand : contrôle bancaire et cogestion 213

Section 3 L'évolution des systèmes de GE en France et en Allemagne 219
3.1. Les restructurations significatives du capitalisme français 219
3.2. L'évolution graduelle du système allemand 226
Chapitre 5 Deux exemples concernant les liens entre GE et politique de financement en France et en Allemagne 232
Section 1 Le cas Usinor : De la quasi-faillite à la gestion active des sources de financement 232
1.1. Chronologie des principaux événements du cas Usinor 232
1.2. Résultats du cas Usinor 236
1.2.1. Evolution de l'idéologie dominante, schéma mental du nouveau dirigeant, et « marche à la privatisation » 237
1.2.1.1. Schéma mental partagé et gouvernance d'Usinor et de Sacilor avant 1986 237
1.2.1.2. Perception des mécanismes efficients et « marche à la privatisation » 241
1.2.2. Une décennie de politique de financement d'Usinor : retrait de l'Etat et élargissement progressif de l'espace des financements possibles 249
1.2.2.1. Le rôle de l'Etat dans la résolution de la crise 250
1.2.2.2. L'entrée du Crédit Lyonnais dans le capital 252
1.2.2.3. Disponibilité de ressources financières et choix stratégiques 253
1.2.3. Les transformations successives de l'espace discrétionnaire du dirigeant d'Usinor 257
Section 2 Le cas Thyssen : Politique de financement et accumulation de *slack* 262
2.1. Chronologie des principaux événements du cas Thyssen 263
2.2. Résultats du cas Thyssen 267
2.2.1. La force du consensus dans la détermination de la trajectoire historique 267
2.2.2. *Slack*, possibilités de financement externe, et implications financières du rapprochement avec Krupp 275
2.2.2.1. Accumulation de financements internes et stabilité des structures de GE 275
2.2.2.2. Structures de GE et limites du financement externe 279

2.2.2.3.Désengagement des héritiers, augmentation de capital et risque d'OPA 280
2.2.2.4.Les modalités du rapprochement Thyssen Krupp et leurs implications financières 281
A. La perspective de Thyssen 281
B. La perspective de Krupp 284
C. Perspectives d'avenir pour la politique de financement 285
2.2.3. Espace discrétionnaire, importance des ressources internes cumulées, et création et appropriation de rentes 286
2.2.3.1.Aspects relationnels et financiers de la latitude managériale 286
2.2.3.2.Evolution de l'espace discrétionnaire dans le processus de rapprochement de Thyssen et Krupp et création et appropriation de rentes 289
Section 3 Usinor et Thyssen – les enseignements d'une comparaison des cas 292
3.1. Entrepreneur organisationnel et schéma mental partagé 292
3.2. Ajustements des structures de GE et recours au marché des capitaux 295
3.3. L'intensité du lien entre structures de GE et politique de financement 298
CONCLUSION GENERALE 303

Bibliographie 318
Liste des figures et des tableaux 329

« La faculté n’entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs. »

A Sophie, à Xavier,

à mes parents.

Remerciements

Les personnes ayant - par leur disponibilité, leurs suggestions et commentaires - contribué au progrès et à l'achèvement du présent travail sont nombreuses. Il est malheureusement impossible de les citer toutes, entre autres pour des raisons de confidentialité, propre à certains interlocuteurs « du terrain ». Nous tenons néanmoins à exprimer notre profonde gratitude à l'ensemble de ces personnes.

Nos remerciements s'adressent plus particulièrement à M. François LABADENS (secrétaire général, Usinor), Mme Martine HUE (relations avec les investisseurs, Usinor) et M. René THOMAS (président d'honneur, BNP ; conseil d'administration, Usinor). Leurs réponses à nos questions ont grandement contribué à une meilleure compréhension de la dynamique du cas Usinor. Mme Nathalie LEGRAND-VOIRGARD nous a reçu à l'Espace Archives d'Usinor. Qu'elle en soit ici remerciée. Nous tenons également à exprimer notre gratitude envers le Dr. BLAU (directeur de la communication, Thyssen), M. VON BOEHM-BEZING (membre du directoire, Deutsche Bank ; conseil de surveillance, Thyssen) et M. SCHULTE (président, DGB ; conseil de surveillance, Thyssen).

Les encouragements concernant nos orientations de recherche ainsi que les nombreux commentaires et suggestions de la part du Pr. Gérard CHARREAUX ont été une aide inestimable. Peut-être le terme allemand *Doktorvater*, exprime-t-il le mieux ce qu'a été notre directeur de thèse au cours de ces trois dernières années.

Nous remercions également les deux rapporteurs, le Pr. Michel LEVASSEUR et le Pr. Pierre ROMELAER, ainsi que le Pr. Philippe DESBRIERES d'avoir consacré de leur temps à l'évaluation de cette thèse. Ainsi, la critique est un ingrédient essentiel de la démarche scientifique.

Durant la période d'élaboration de cette thèse, nous avons bénéficié de la formation doctorale du Centre Européen de Formation Approfondie en Gestion (CEFAG). Ainsi, nous remercions les organisateurs et les intervenants des divers séminaires, qui ont été riches d'enseignements épistémologiques et méthodologiques.

Nos remerciements s'adressent aussi à Mme Annie HECKEL, secrétaire du programme doctoral, pour son encadrement administratif dévoué.

Nous remercions enfin notre famille. Sa compréhension et sa patience constituent une condition importante de notre travail de recherche.

« Il était un homme riche qui avait un gérant, et celui-ci lui fut dénoncé comme dissipant ses biens. Et l'appelant, il lui dit : Qu'est-ce que j'entends dire de toi ? Rends compte de ta gestion, car tu ne peux plus gérer. Le gérant se dit en lui-même : Que faire, puisque mon seigneur me retire la gestion ? Bêcher ? je n'en ai pas la force ; mendier ? j'aurais honte .... Je sais ce que je vais faire, pour qu'une fois relevé de cette gestion, il y en ait qui m'accueillent chez eux.

« Et appelant à lui un par un les débiteurs de son seigneur, il dit au premier : Combien dois-tu à mon seigneur ? Celui-ci dit : Cent baths d'huile. Il lui dit : Prends ton billet, assieds-toi et écris vite : cinquante. Puis il dit à un autre : Et toi, combien dois-tu ? Il dit : Cent kors de blé. Il lui dit : Prends ton billet, et écris : quatre-vingts.

Luc 16,1 – 16,7

La recherche sur le gouvernement des entreprises s'intéresse aux limites de la latitude managériale, notamment en ce qui concerne les possibilités d'influencer le processus de création et de répartition de rentes. La citation précédente, vieille de deux mille ans, montre que l'idée d'un lien entre la discipline imposée au dirigeant et la répartition des richesses entre les différentes parties prenantes n'est pas une invention récente. Ce lien s'établit au cours de l'interaction stratégique entre le dirigeant et l'instance de contrôle, donnant lieu à des ajustements dynamiques. Comme logique explicative de l'évolution de l'espace discrétionnaire, le thème de l'appropriation de rentes et de son impact sur les intérêts financiers de l'ensemble des parties prenantes est donc susceptible d'avoir une certaine validité à travers les époques.

Sommaire

Introduction **001**

Première Partie : Gouvernement des entreprises et politique de financement des entreprises dans différents contextes institutionnels – cadre conceptuel **033**

Chapitre 1 : Le financement des firmes et la contrainte du gouvernement des entreprises **040**

Section 1 : Le financement des entreprises dans la micro-économie financière 040

Section 2 : Les apports de la théorie de l'agence 052

Section 3 : Les apports de la théorie des coûts de transaction 065

Section 4 : Gouvernement des entreprises et politique de financement – synthèse des principaux apports et limites des théories de l'agence et des coûts de transaction 070

Section 5 : Théorie de l'enracinement et politique de financement – vers une vision dynamique 078

Chapitre 2 : Changement du GE et politique de financement – une causalité double **097**

Section 1 : L'évolution du GE vue sous l'angle de l'efficience contrainte 098

Section 2 : Le dirigeant comme entrepreneur organisationnel 121

Section 3 : GE, politique de financement et création et répartition de rentes 125

Section 4 : Changement du GE, politique de financement et tradition nationale – propositions théoriques 147

Seconde Partie : Gouvernement des entreprises et politique de financement des entreprises en France et en Allemagne : les cas d'Usinor et de Thyssen **169**

Chapitre 3 : Gouvernement des entreprises et politique de financement – questions de méthodologie **170**

Section 1 : Vertus et limites de l'étude de cas pour la recherche en finance organisationnelle 171

Section 2 : La validité des données et leur analyse dans l'étude de cas 179

Section 3 : Les particularités d'une recherche portant sur les processus 186

Section 4 : Usinor et Thyssen – description de la démarche appliquée 190

Chapitre 4 : Les cas dans leur contexte – systèmes de GE en France et en Allemagne **201**

Section 1 : Les schémas mentaux partagés 201

Section 2 : Les piliers des systèmes de GE traditionnels 209

Section 3 : L'évolution des systèmes de GE en France et en Allemagne 219

Chapitre 5 : Deux exemples concernant les liens entre GE et politique de financement en France et en Allemagne **232**

Section 1 : Le cas Usinor : De la quasi-faillite à la gestion active des sources de financement 232

Section 2 : Le cas Thyssen : Politique de financement et accumulation de *slack* 262

Section 3 : Usinor et Thyssen – les enseignements d'une comparaison des cas 292

Conclusion générale **303**

Bibliographie **318**

Liste des figures et des tableaux **329**

Table des matières **331**

Annexes **Volume 2**